



Secretaría de Posgrado  
Facultad de Ciencias Económicas

017-0020

# CRISIS FINANCIERAS EN PAISES EMERGENTES

Causas, efectos y soluciones de un fenómeno actual

Col 1503/0093 (handwritten)



CATALOGADO

Trabajo Final

Autor: Pablo M. Ferreira

Supervisor: Dr. Norberto Luis Rama

Carrera de Posgrado: Especialización en Administración Financiera

2010  
Fe  
Trab. Posgr.

Facultad De Ciencias Económicas - Universidad De Buenos Aires - Noviembre 2002

## INDICE

<b>RESUMEN</b> .....	<b>4</b>
<b>OBJETIVO</b> .....	<b>5</b>
<b>SISTEMA FINANCIERO</b> .....	<b>5</b>
DESCRIPCIÓN .....	5
ROL DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS EN EL DESARROLLO.....	5
PROCESOS FINANCIEROS.....	6
1. <i>Movilización</i> .....	6
2. <i>Intermediación</i> .....	7
3. <i>Maduración</i> .....	7
4. <i>Transferencia de riesgo</i> .....	7
5. <i>Profundización / represión financiera</i> .....	8
SUPUESTOS BASICOS .....	8
LOS PROBLEMAS DERIVADOS DE LA INFORMACION ASIMETRICA .....	9
1. <i>Selección Adversa (Adverse Selection)</i> .....	9
2. <i>Riesgo Moral (Moral Hazard)</i> .....	10
IMPORTANCIA DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....	10
1. <i>Resolución de problemas de asimetría de información</i> .....	10
2. <i>Creación de dinero bancario (Intermediarios financieros monetarios)</i> .....	11
<b>CRISIS FINANCIERA</b> .....	<b>11</b>
DEFINICION .....	11
ESQUEMA DE PROCESO DE CRISIS FINANCIERA .....	12
FACTORES FINANCIEROS QUE PROMUEVEN LAS CRISIS.....	12
1. <i>Deterioro del balance de los sectores financieros</i> .....	12
2. <i>Incrementos en la tasa de interés</i> .....	13
3. <i>Deterioro de los balances de sectores no financieros según cambios en los precios de los activos</i> .....	13
4. <i>Respuestas de política</i> .....	14
5. <i>Incrementos de la incertidumbre</i> .....	14
ETAPAS EN LOS PROCESOS DE CRISIS FINANCIERAS .....	14
1. <i>Etapa 1º: Hacia la crisis monetaria</i> .....	14
2. <i>Etapa 2º: Crisis Monetaria</i> .....	15
3. <i>Etapa 3º: De la Crisis Monetaria a la Crisis Financiera Generalizada</i> .....	15
ANÁLISIS DE LAS CAUSAS DE LAS CRISIS FINANCIERAS .....	16
1. <i>Liberalización Financiera y Tipo de Cambio Fijo</i> .....	16
2. <i>Aspecto Teórico de la liberalización financiera</i> .....	17
3. <i>Intereses Económicos y Política Cambiaria</i> .....	17
4. <i>Decisiones en contextos inciertos y fenómenos de manada</i> .....	18
5. <i>Asimetrías y asincronías entre las economías centrales y periféricas</i> .....	19
a. <i>El crecimiento del déficit comercial norteamericano</i> .....	20
b. <i>EE.UU: hacia la extinción del ahorro personal</i> .....	20
6. <i>Generalización de las prácticas de liberalización financiera</i> .....	21
a. <i>Hacia el Consenso De Washington</i> .....	21
b. <i>Consenso de Washington</i> .....	21
7. <i>¿Qué ha causado la reciente ola de crisis bancarias?</i> .....	22
a. <i>Transición desde la represión financiera</i> .....	22
b. <i>Grandes Shocks económicos</i> .....	22

c. Falta de cultura de crédito.....	23
d. Movilidad del capital internacional.....	23
e. Problema de agencia del principal en la intermediación financiera .....	23
<b>PERSPECTIVA HISTORICA.....</b>	<b>23</b>
1. <i>Historia Contemporánea de los Movimientos Internacionales de Capital.....</i>	23
a. Bretton Woods.....	24
b. Acumulación de grandes excedentes líquidos.....	25
c. Liberalización generalizada de los controles de capital .....	25
d. Revolución tecnológica.....	26
2. <i>Transformación del Rol de las Finanzas .....</i>	27
3. <i>Trayectoria Geográfica de la Crisis .....</i>	27
<b>EL CASO ARGENTINO .....</b>	<b>28</b>
<b>MEJORANDO LOS SISTEMAS FINANCIEROS .....</b>	<b>31</b>
<b>POLITICAS DE PREVENCIÓN DE CRISIS FINANCIERAS .....</b>	<b>31</b>
1. <i>Supervisión prudencial.....</i>	32
a. Pronta acción correctiva:.....	32
b. Foco en la gestión del riesgo:.....	32
c. Limitar el demasiado grande para caer: .....	33
d. Recursos y autoridad estatutaria adecuada para los reguladores y supervisores prudenciales: .....	33
e. Independencia de las agencias reguladoras y supervisoras: .....	33
f. Responsabilidad de los supervisores:.....	34
g. Restricciones en préstamos conectados:.....	34
2. <i>Estándares contables e información develada.....</i>	34
3. <i>Sistema legal y judicial.....</i>	35
4. <i>Fomentando la disciplina de mercado.....</i>	35
5. <i>Entrada de bancos extranjeros .....</i>	36
6. <i>Controles de capital.....</i>	36
7. <i>Reducción del rol del estado en instituciones financieras estatales .....</i>	36
8. <i>Restricciones a la emisión de deuda en moneda extranjera.....</i>	36
9. <i>Eliminación del demasiado grande para caer en el sector corporativo.....</i>	37
10. <i>Secuenciamiento de la liberalización financiera.....</i>	37
11. <i>Política monetaria y estabilidad de precios .....</i>	37
12. <i>Regímenes de tasa de cambio y reservas en moneda extranjera.....</i>	38
<b>MECANISMOS DE AUTOREGULACION (DISCIPLINA DE MERCADO) .....</b>	<b>39</b>
<i>¿Castigan los depositantes a los bancos por mal comportamiento?.....</i>	39
<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>39</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>43</b>

## RESUMEN

## CRISIS FINANCIERAS EN LOS PAISES EMERGENTES

(Causas, efectos y soluciones de un fenómeno actual)

El objetivo de este trabajo es explicar por qué han ocurrido las recientes crisis financieras en los países en desarrollo, para poder abordar propuestas de superación y prevención que permitan el fortalecimiento de los sistemas financieros.

Comienzo realizando una descripción de un sistema financiero en términos genéricos, defino su rol, importancia, procesos financieros elementales y supuestos básicos en condiciones de eficiencia e ineficiencia. Luego destaco el papel de la información en los mercados financieros así como los problemas derivados de la asimetría de información, en particular los fenómenos de Selección Adversa y Riesgo Moral.

Con estos elementos defino teóricamente “Crisis Financiera”, explico los factores que la promueven y luego defino las etapas en los procesos de crisis.

A continuación realizo el análisis de las causas de las crisis financieras, desde múltiples vértices: financieros, económicos y políticos; introduciendo de a poco una perspectiva histórica, que permite ir ligando a unos con otros; tratando de entender la lógica de un fenómeno tan complejo y multideterminado.

Resulta, que algunas de estas causas, son en realidad consecuencia directa o indirecta de la implementación de instrumentos de política económica promovidos por los organismos internacionales (FMI, BM, Reserva Federal, Congreso de los E.U.A., etc.), en un documento conocido como “Consenso de Washington” luego de la caída de la Unión Soviética.

De hecho al principio lo hicieron sorprendentemente bien, aunque no necesariamente debido a sus méritos económicos fundamentales. Más bien, la recompensa inmediata de la aplicación de las reformas promovidas por el “Consenso” fue la súbita recuperación de la confianza del inversor.

En el final del trabajo se discute el caso argentino, se analizan propuestas para la prevención y superación de las crisis; y el mejoramiento de los sistemas financieros, y se plantean las conclusiones, como resultado de reflexionar sobre las numerosas crisis financieras que han ocurrido.

## OBJETIVO

El objetivo de este trabajo es explicar por qué han ocurrido las recientes crisis financieras en los países en desarrollo, para poder abordar propuestas de superación y prevención que permitan el fortalecimiento de los sistemas financieros.

## SISTEMA FINANCIERO

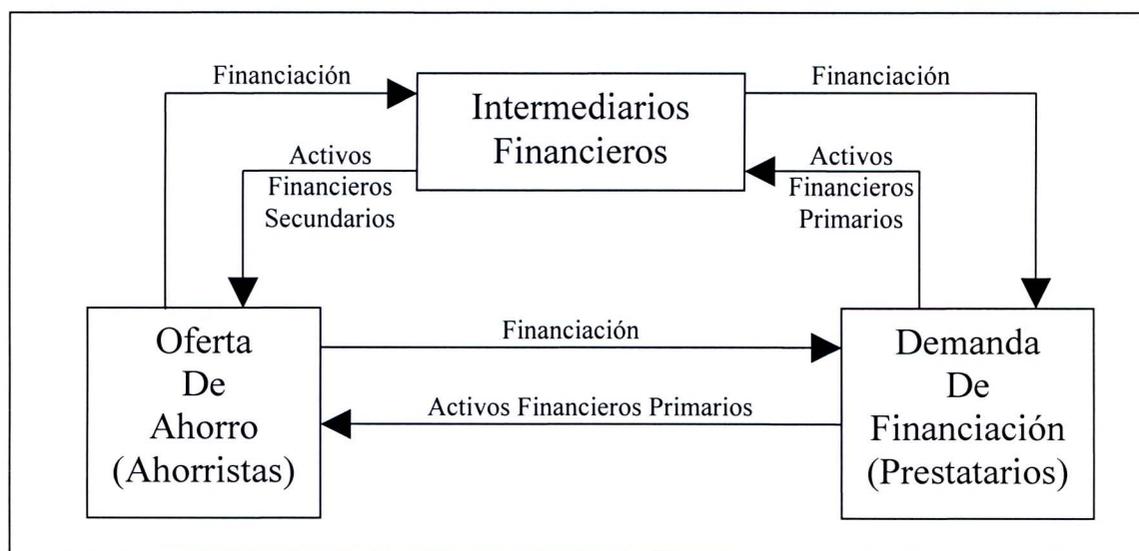
### DESCRIPCIÓN

El sistema financiero está constituido por el conjunto de instituciones que intermedian entre los demandantes y los oferentes de recursos financieros y comprende todos los flujos financieros entre los sujetos y los sectores económicos.

Su funcionamiento depende del comportamiento de los agentes, quienes toman decisiones sobre ahorro, gasto, inversión y tenencias de activos en función a sus intereses y expectativas. Las expectativas varían con los cambios en las percepciones y los modos de análisis. Estos cambios a veces producen fuertes desplazamientos en las oportunidades de los agentes, particularmente cuando se difunden dudas sobre la solvencia de los deudores.

El sistema financiero internacional actual se caracteriza por la alta movilidad de los flujos financieros y la gran variabilidad de sus precios fundamentales: la tasa de interés y el tipo de cambio.

### ESQUEMA<sup>1</sup>



## ROL DE LOS SISTEMAS FINANCIEROS EN EL DESARROLLO

Tradicionalmente el sistema financiero desempeña la función vital de canalizar fondos a aquellos individuos o firmas que tienen oportunidades de inversión productiva.

<sup>1</sup> Francisco Mochón y Víctor A. Béker: Economía, principios y aplicaciones – Capítulo 18: La financiación de la actividad económica - El papel de los intermediarios financieros, Pág. 464. Ed. Mc Graw Hill.

Como los emprendedores individuales raramente tienen suficiente de su propio capital para sobrellevar las inversiones por ellos mismos y los ahorristas individuales, sin acumular su dinero, no serían capaces de tomar ventaja del potencial creciente de la rentabilidad debido a la escala de sus inversiones, y enfrentarían un alto grado de riesgo con poca liquidez, el sistema financiero – incluyendo bancos y otros intermediarios tales como, mercado de capitales y deuda – resuelven este problema *aglomerando* capital de muchos pequeños ahorristas, *asignando* capital a los usos más importantes, y *monitoreando* para asegurar que el dinero esta siendo usado eficientemente. Al mismo tiempo, el sistema financiero *transfiere*, *consolida* y *reduce* el riesgo, incrementa la liquidez y *comunica* información.

Más adelante veremos, como en la actualidad, el papel de las finanzas al servicio de la economía, interviniendo en el proceso de producción y consumo (con créditos, préstamos, etc.) fue perdiendo peso a favor del nuevo papel del capital financiero: producir beneficios sin participar en el proceso productivo, a través de la especulación financiera.

## PROCESOS FINANCIEROS

Según Kitchen<sup>2</sup>, podemos distinguir cinco procesos financieros fundamentales:

1. Movilización
2. Intermediación
3. Maduración
4. Transferencia de riesgo
5. Profundización / Represión financiera

### 1. Movilización

Es el proceso mediante el cual se transfieren fondos de los ahorristas a los usuarios de fondos.

En una sociedad financieramente subdesarrollada, los ahorristas tienden a tener poca inclinación a colocar fondos en activos financieros; por carencia de instrumentos, desconocimiento o falta de seguridad jurídica.

El objeto de la movilización de ahorros entonces, es persuadir a tales ahorristas a usar sus ahorros productivamente. En sociedades financieramente atrasadas este proceso se logra a través de mecanismos informales. La única alternativa a movilización informal de ahorros se restringe a préstamos directos a un inversor, en ausencia de intermediarios financieros apropiados.

En sociedades financieramente más sofisticadas, la movilización puede ser lograda directamente invirtiendo en bonos de gobierno, acciones u otros instrumentos de mercado.

---

<sup>2</sup> Richard L. Kitchen: Finance for the developing countries – John Wiley & Sons (1986) – Introduction, “Financial Processes”, Pag. 11

## 2. Intermediación

Este proceso es quizás el más básico e importante de los 5 procesos analizados pues permite la movilización. El proceso consta de un individuo, institución o mercado el cual por un lado toma los fondos, suministra derechos contra sí mismo y estos derechos se transforman en sus obligaciones. Por otro lado suministra estos fondos a otros, contra quienes adquiere derechos que constituyen sus activos. Ellos proveen un medio indirecto de transferencia de fondos de ahorristas a inversores.

El proceso de intermediación combina dos funciones vitales. 1- Proporciona a los ahorristas la oportunidad de depositar sus ahorros y ganar un interés sobre ellos. 2- “Transfiere el riesgo de los prestamistas a los intermediarios y/o al inversor”. Esta función de transferencia de riesgo, o transferencia de riesgo percibida, es a veces, no tenida en cuenta, pero es condición necesaria para la primera función (Movilización). Los intermediarios no pueden movilizar fondos a menos que los ahorristas tengan confianza en ellos.

Como la teoría de intermediación se basa en la relación entre ahorristas y demandantes de crédito, en un sector financiero sin desarrollar no habrá transferencia de fondos de un sector a otro, entonces solo ahorristas serán capaces de invertir, y solo hasta cuanto hayan podido ahorrar. Esto conduce al argumento de que el desarrollo financiero es una condición necesaria para el crecimiento económico, por eso se dice que la teoría de intermediación es básica a la teoría de represión financiera.

## 3. Maduración

Este proceso desempeñado por las instituciones financieras, es la transformación de instrumentos financieros de corto plazo en largo plazo. Es particularmente importante en la provisión de financiamiento de largo plazo o a proyectos.

Puede ser logrado por dos métodos. El primero implica la aceptación de depósitos de corto plazo, los cuáles son usados en préstamos a largo plazo. El peligro de pedir prestado a corto plazo y prestar a largo es que los depositantes son capaces de retirar sus fondos, mientras que la institución no sería capaz de recuperarlos con la misma velocidad. Subyace por lo tanto, la asunción de que la proporción de depósitos mantenidas como corto plazo deberá ser la adecuada para abastecer los retiros de dinero. En general, los depositantes sienten que ellos pueden recuperar sus fondos inmediatamente, por lo tanto no intentarán hacerlo. Este es uno de los secretos de la práctica de pedir prestado a corto plazo y prestar a largo.

El otro secreto se basa en el uso de la ley de los grandes números, ya que las entidades tratan de capturar a la mayor cantidad de depositantes para minimizar el riesgo. Si una institución tiene un gran número de pequeños depositantes reduce el riesgo de un repentino retiro de fondos.

## 4. Transferencia de riesgo

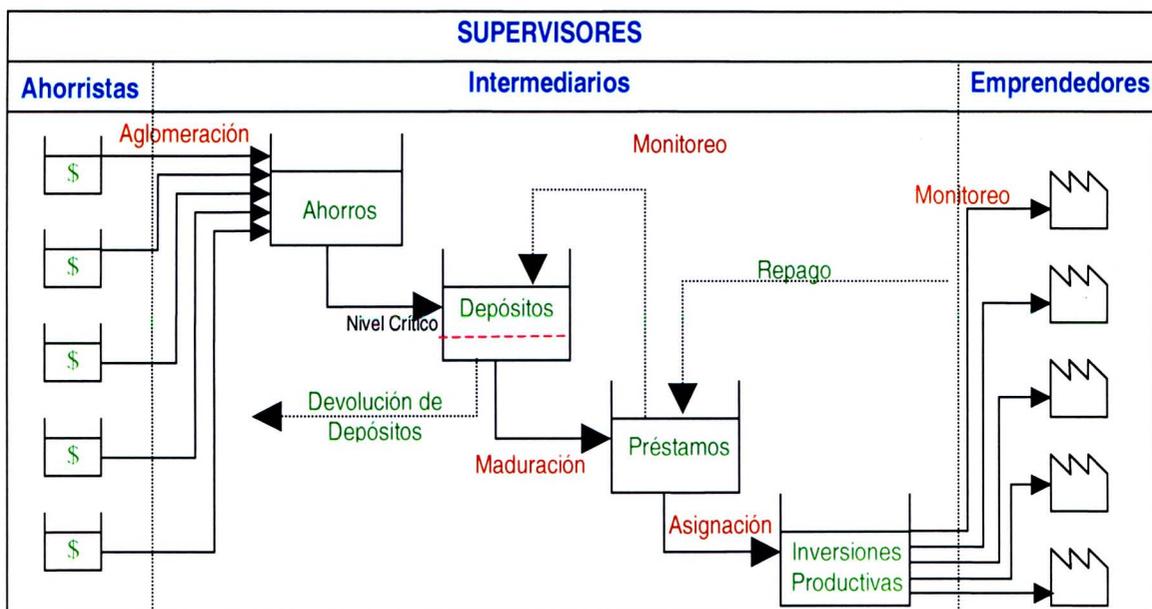
La apropiación del riesgo juega un rol importante en la movilización de fondos y en la provisión de fondos para inversión. El riesgo puede ser transferido o apropiado por dos métodos principales: tomando alguna forma de título o garantía o por la elección de un instrumento financiero.

## 5. Profundización / represión financiera

Profundización financiera significa la acumulación de activos financieros a un ritmo mayor que la acumulación de riqueza no financiera.

Los países en desarrollo sufren en general de una condición de represión financiera que restringe el crecimiento. La represión financiera es caracterizada por los controles en las tasas de interés, los ahorros privados financieros tienden a ser invertidos en activos no financieros, los movimientos de capital controlados, el tipo de cambio está sobrevaluado y hay un insuficiente desarrollo o ausencia de instituciones financieras, tales como compañías de seguros, fondos de pensión y mercados de dinero y capital están restringidos.

### ESQUEMA DE PROCESOS FINANCIEROS



### SUPUESTOS BASICOS

Los mercados financieros están esencialmente relacionados con la producción, procesamiento, diseminación y utilización de información. Así como en un mercado económicamente eficiente los recursos se aplican según el criterio de Pareto, en un mercado financiero eficiente, los precios deben reflejar completamente la información disponible para que los participantes sean capaces de hacer apreciaciones precisas sobre las oportunidades de inversión más o menos valiosas.

Entonces, para que un mercado sea eficiente en un sentido financiero, según Kitchen<sup>3</sup> deben cumplirse las siguientes hipótesis de mercado eficiente:

<sup>3</sup> Richard L. Kitchen: Idem 1, Chapter 2, The efficient Market Hypothesis and Developing Country Stock Markets, Pag. 47.

1. No hay costo en las transacciones
2. La información está libremente disponible para todos los participantes en el mercado.
3. Todos los participantes tienen las mismas expectativas de riesgo y retorno en cada título.
4. Todos los inversores son adversos al riesgo.
5. Hay un gran número de compradores y vendedores en el mercado.
6. Un número suficiente de títulos es comercializado para permitir a los participantes adquirir un portfolio balanceado.

Esto generalmente no ocurre en los países en desarrollo, por lo tanto podemos distinguir los siguientes tipos de ineficiencia en los mercados:

1. Mercado pequeño, por lo tanto no es válida la ley de los grandes números.
2. Diferentes percepciones de los inversores por que la información no está libremente disponible para todos los participantes.
3. Inadecuadas regulaciones del mercado.
4. Pobres comunicaciones.
5. Carencia de analistas competentes.
6. Costos de transacciones significativos.

Además de estas ineficiencias, el monitoreo de corporaciones e instituciones financieras, esencial para asegurar que los gerentes están actuando en función de los intereses de los accionistas y acreedores, es imperfecto, por lo tanto las firmas tienen incentivos a tomar riesgos excesivos y enriquecer al management a expensas de los accionistas.

Consecuentemente el sistema financiero debe confrontar problemas de asimetría de información en los cuales una parte del contrato tiene mucho menos información que la otra. Esto alimenta las diferentes percepciones de los inversores, lo cual genera problemas de selección.

## LOS PROBLEMAS DERIVADOS DE LA INFORMACION ASIMETRICA

Según Mishkin<sup>4</sup>, la asimetría de información conduce a dos problemas básicos en el sistema financiero: Selección adversa y Riesgo Moral.

### 1. Selección Adversa (Adverse Selection)

Ocurre antes de que la transacción financiera tome lugar, es decir, cuando los que más activamente buscan créditos son los emprendedores más riesgosos. Los prestamistas tratarán de sortear el problema de asimetría de información discriminando los buenos de los malos riesgos crediticios. Pero este proceso es inevitablemente imperfecto, y temerosos de

---

<sup>4</sup> Frederic S. Mishkin: Financial Policies and the Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries, National Bureau of Economic Research, January 2001, What is a Financial Crisis, Pag. 1

hacer una selección adversa los prestamistas tenderán a reducir la cantidad de créditos que de otra manera se pudieran hacer.

## 2. Riesgo Moral (Moral Hazard)

Ocurre después de que la transacción financiera tomó lugar; porque el tomador tiene incentivos para invertir en proyectos de alto riesgo, en el cual el éxito es del tomador, y el fracaso lo soporta en mayor medida el prestamista. El tomador tiene incentivos también para desviar los fondos para uso personal.

Los prestamistas imponen restricciones sobre los tomadores de crédito para que estos no desarrollen conductas que hagan menos probable la devolución del préstamo. De todas maneras, tales restricciones son costosas de implementar, monitorear y algo limitadas en su alcance, por lo tanto, al igual que en selección adversa se prestará menos dinero.

Esto se observa a nivel de individuos, empresas y gobiernos. En el caso de los gobiernos, tienen incentivos en subsidiar el ingreso de capitales para sobreponerse a su propio Riesgo Moral en la fijación de las políticas comerciales, fiscales y monetarias.

## IMPORTANCIA DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

### 1. Resolución de problemas de asimetría de información

Los intermediarios financieros (bancos comerciales, compañías financieras, compañías de seguros y fondos de pensión) juegan un rol muy importante en los sistemas financieros de todo el mundo, pues tienen la habilidad y el incentivo económico de precisar y solucionar los problemas de asimetría de información.

Por ejemplo los bancos tienen la ventaja natural de recabar información al momento de considerar el otorgamiento de un crédito, y esta ventaja se incrementa solamente cuando los bancos se comprometen con sus clientes en relaciones de largo plazo y acuerdos de líneas de crédito.

Además, la habilidad de escrutar el balance de la cuenta corriente de sus deudores, provee a los bancos con la ventaja adicional de monitorear su comportamiento.

Los bancos también tienen la ventaja de reducir el Riesgo Moral, porque incurren en menores costos que los individuos, y porque aquéllos tienen la ventaja de prevenir la exposición al riesgo de sus deudores, en la medida que pueden amenazar con cortar el crédito en el futuro, para mejorar el comportamiento del deudor.

La mayor dificultad de recolección de información en las empresas de los países emergentes nos muestra porque los bancos juegan un rol más importante en los sistemas financieros de los países emergentes, que en los de los países industrializados. Más adelante se verá como esta importancia, da lugar a un nuevo rol, que es el de fragilizador del sistema financiero en los booms crediticios.

## 2. Creación de dinero bancario<sup>5</sup> (Intermediarios financieros monetarios)

Los bancos, al conceder préstamos, crean dinero bancario. Si se pone en circulación una cierta cantidad de dinero, esa entrada de dinero en el sistema, induce una expansión de los créditos concedidos hasta que las reservas requeridas hayan aumentado en la cuantía que inicialmente se puso en circulación. La expansión total de los depósitos es el resultado de un proceso secuencial en el que los aumentos en las cantidades de dinero en las sucesivas etapas son cada vez menores, hasta que desaparecen.

Si los individuos y las empresas decidieran guardar más dinero legal, el proceso de expansión múltiple de los depósitos se reduciría, pues habría menos dinero legal en las cajas de los bancos para poder ser empleado como reserva y sostener nuevos créditos.

Asimismo, si los bancos desearan mantener sus reservas de liquidez por encima de los mínimos establecidos legalmente, la creación de dinero también sería menor. Precisamente en este hecho descansa la importancia del control del stock monetario por parte de los gobiernos. Los bancos, durante una recesión, pueden que se sientan inclinados a reducir el stock de dinero, incrementando sus reservas, porque les resulta difícil encontrar oportunidades de negocio seguro, al estar sometidas al fenómeno de Selección Adversa.

Por el contrario, durante las fases expansionistas, puede que los bancos se sientan inclinados a conceder muchos préstamos, y en ambos casos se producen situaciones que las autoridades monetarias consideran indeseables, y por ello tratarían de evitarlas.

Si el público, ante las malas expectativas, no demanda crédito el proceso no puede continuar.

## CRISIS FINANCIERA

Los problemas de información asimétrica descritos previamente, proveen una definición de lo que es una crisis financiera.

### DEFINICION

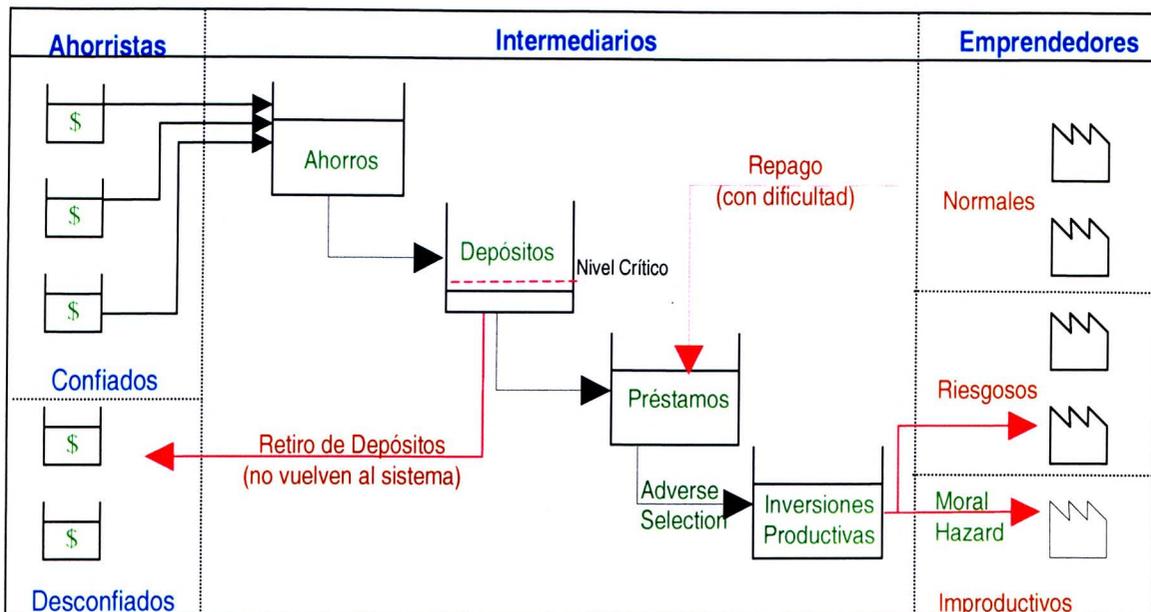
Es una disrupción en los mercados financieros, en los cuales los problemas de Selección Adversa y Riesgo Moral empeoran de tal manera, que los mercados financieros son incapaces de canalizar eficientemente fondos a aquellos quienes tienen las oportunidades de inversión más productivas, lo cual conduce a una aguda contracción de la actividad económica.

Las crisis de crédito se asocian con revisiones hacia abajo de las percepciones sobre la riqueza de conjuntos de agentes con significación macroeconómica, cuyos efectos se propagan a través de impactos secundarios sobre los ingresos y el patrimonio, y del reforzamiento de las restricciones de liquidez. En esos episodios se revelaría que muchos agentes deben realizar pérdidas y reducir el gasto para adecuarse a la restricción intertemporal de presupuesto.

---

<sup>5</sup> Francisco Mochón y Víctor A. Béker: Economía, principios y aplicaciones – Capítulo 18: La financiación de la actividad económica, Pag. 467. Ed. Mc Graw Hill.

## ESQUEMA DE PROCESO DE CRISIS FINANCIERA



## FACTORES FINANCIEROS QUE PROMUEVEN LAS CRISIS

1. Deterioro del balance de los sectores financieros.
2. Incrementos en la tasa de interés.
3. Deterioro de los balances de sectores no financieros debido a cambios en los precios de los activos.
4. Respuestas de política
5. Incrementos de la incertidumbre.

1. Deterioro del balance de los sectores financieros.

Si los bancos sufren un deterioro en sus balances, y hay una importante contracción en su capital, tienen dos opciones: recortar el crédito o tomar más depósitos. En cualquiera de ambos casos en estas circunstancias es muy difícil tomar nuevos depósitos a un costo razonable. Entonces la típica respuesta de las instituciones financieras es la contracción del crédito, lo cual disminuye la actividad económica.

Si el deterioro en las cuentas de balance de un banco es suficientemente severo, puede terminarse en una corrida bancaria. La fuente de contagio es la información asimétrica. En esta situación los depositantes temen por sus depósitos, y no sabiendo la calidad de los portafolios de los bancos, retiran los mismos del sistema bancario, causando la contracción de los créditos y depósitos, lo que ocasiona la caída de otros bancos, y pronuncia la destrucción de dinero bancario. Además, la caída de un banco significa la pérdida de las relaciones de información en las cuales aquel banco participaba, y por lo tanto, una pérdida directa en la cantidad de intermediación financiera que puede ser realizada por el sistema bancario.

## 2. Incrementos en la tasa de interés.

La información asimétrica y el problema resultante de selección adversa, conducen al racionamiento del crédito. Las personas prudentes tienden a posponer la solicitud, mientras que las personas con proyectos más riesgosos, desean pagar una tasa más alta. Por lo tanto, una mayor tasa de interés conduce a una mayor selección adversa, o sea que se incrementa la probabilidad de prestar con riesgo alto.

Los incrementos en las tasas de interés pueden tener también un efecto negativo en el balance del banco. El negocio bancario tradicional implica pedir prestado a corto plazo y prestar a largo, por lo tanto, un incremento en la tasa de interés causa directamente la caída del valor actual neto del negocio bancario.

## 3. Deterioro de los balances de sectores no financieros según cambios en los precios de los activos.

Si hay un deterioro generalizado en los balances de los deudores, se empeoran los problemas de selección adversa y riesgo moral en los mercados financieros, promoviendo la inestabilidad financiera.

Por ejemplo, los acreedores usan colaterales como una manera de protegerse de los problemas de información asimétrica. Los colaterales reducen las pérdidas del acreedor en caso de cesación de pagos. En este caso el acreedor puede vender el colateral y hacerse de parte de la pérdida. Pero si el precio de los activos cae por una recesión, y el valor del colateral cae también, entonces los problemas de información asimétrica vuelven a aparecer. Como los acreedores están menos protegidos contra las consecuencias de la selección adversa, los préstamos decrecen y la actividad económica también.

Los incrementos en las tasas de interés, producen inestabilidad financiera tanto para las empresas como para los individuos. Ambos sufren un incremento en los pagos en concepto de intereses, lo cual disminuye sus flujos de caja y deteriora su posición financiera.

Los cambios inesperados en la tasa de inflación afectan más a los países desarrollados, pues en muchas de las economías emergentes, los contratos de deuda son de muy corta duración, y tienen cláusulas de ajuste que permiten reflejar mejor las expectativas de inflación.

Por otro lado, los países en desarrollo, enfrentan el problema de la depreciación inesperada de sus signos monetarios. Debido a esta incertidumbre, los participantes del sistema financiero encuentran más fácil emitir deuda, si la misma está denominada en moneda extranjera. Consecuentemente, frente a una devaluación, como los activos están denominados en moneda local, éstos también se devalúan. Este deterioro en el patrimonio incrementa los problemas derivados de la información asimétrica, lo cual conduce a inestabilidad financiera y una profunda caída en la inversión y la actividad económica.

#### 4. Respuestas de política<sup>6</sup>

Ante grandes perturbaciones, es probable que operen mecanismos de amplificación que multipliquen los costos derivados de la perturbación original. Desde el punto de vista de la administración de políticas, es importante que los ajustes requeridos se efectúen, pero también que se eviten contracciones innecesarias.

Es bien sabido que el desorden de las finanzas públicas tiene grandes costos económicos. Cuando el sector público no puede manejar las demandas de gasto dentro de la restricción dada por su capacidad para generar recursos, carece de medios para definir políticas sistemáticas. La volatilidad resultante complica las decisiones y achica el horizonte de programación de los agentes. Las consecuencias son visibles, y particularmente en los mercados de crédito, porque las partes de un eventual contrato no pueden prever en qué situación se encontrarán más allá de plazos cortos. De ahí resulta un refuerzo de las restricciones de liquidez, no sólo para el gobierno sino también para amplios conjuntos de agentes privados.

#### 5. Incrementos de la incertidumbre.

Un incremento dramático en la incertidumbre en los mercados financieros, dificulta a los prestamistas discriminar buenos de malos riesgos crediticios. La habilidad disminuida de los prestamistas para resolver los problemas de selección adversa y riesgo moral, disminuye sus deseos de prestar, conduciendo a la caída en los préstamos, la inversión y la actividad agregada. Este incremento de incertidumbre puede originarse en una caída de una institución financiera o no financiera prominente, en una recesión, en la volatilidad de los precios fundamentales de la economía, y en los países emergentes, puede resultar de la incertidumbre en la dirección futura de las políticas de gobierno.

### ETAPAS EN LOS PROCESOS DE CRISIS FINANCIERAS

En las crisis financieras de los países emergentes podemos distinguir tres etapas. Una fase inicial, durante la cual se deterioran los balances de las firmas financieras y no financieras, lo que promueve una segunda fase, que es la crisis monetaria. La tercer fase es un mayor deterioro de los balances financieros y no financieros, que ocurren como consecuencia de la crisis monetaria y es esta etapa la que conduce a la economía a una crisis financiera generalizada con consecuencias devastadoras.

#### 1. Etapa 1º: Hacia la crisis monetaria

Una vez adoptada la liberalización financiera, se generó una dinámica en la cual el capital internacional se desplazó a los bancos y otros intermediarios financieros de estos países, para luego derramarse en préstamos a nivel doméstico.

Por supuesto que el problema no fue que se expandió el crédito, pero sí que se expandió tan rápidamente, que la excesiva toma de riesgo condujo a un incremento en exceso de los

---

<sup>6</sup> Daniel Heymann: Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política, Pág. 18 y 19. Revista de la CEPAL 70 – Abril 2000.

préstamos irrecuperables, y un subsecuente deterioro de los balances de los bancos y otras instituciones financieras.

Otra consecuencia de la liberalización financiera, fue el gran incremento del apalancamiento del sector corporativo. Además, el ingreso de capital internacional, particularmente de corto plazo, fue muchas veces estimulado por los propios gobiernos, para cubrir déficits fiscales.

## 2. Etapa 2º: Crisis Monetaria

El deterioro de los balances del sector financiero y no financiero es un factor clave que conduce a la segunda etapa. En un sistema bancario débil, es menos probable que el banco central defienda la moneda local, porque si sube las tasas, los balances de los bancos se deteriorarían aún más. Además, subir las tasa abruptamente incrementa el costo de financiamiento para las corporaciones altamente apalancadas, que usualmente piden prestado a corto plazo, haciéndose más probables de experimentar un desequilibrio financiero.

Una vez que los inversores reconocen que el banco central se inclina menos a tomar acciones para defender exitosamente la moneda, la utilidad esperada de vender la moneda aumenta y los incentivos para atacar la moneda también.

## 3. Etapa 3º: De la Crisis Monetaria a la Crisis Financiera Generalizada

Una vez que el ataque especulativo ocurre y causa la depreciación de la moneda, la estructura institucional de los contratos<sup>7</sup> (Corto plazo denominados en moneda extranjera), interactúa con la devaluación de la moneda, a través de tres mecanismos que incrementan la asimetría de información entre los participantes del sistema, para luego propulsar a la economía del país hacia una crisis financiera generalizada.

Primer mecanismo: se aplica a las firmas, cuyos balances se ven afectados, pues sus compromisos denominados en moneda extranjera no pueden ser afrontados.

Segundo mecanismo: surge porque la devaluación de la moneda local produce una doble penalización a los balances del sector financiero; al incrementarse sus obligaciones en moneda extranjera, por el lado de su pasivo, y al aumentar la incobrabilidad de sus créditos, por el lado de su activo.

Tercer mecanismo: una gran devaluación puede conducir a un inmediato incremento del precio de las importaciones, y por lo tanto puede ocasionar un rápido aumento en la

---

<sup>7</sup> Daniel Heymann: Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política – Políticas financieras y regímenes cambiarios, Pág. 21 y 22. Revista de la CEPAL 70 – Abril 2000.

El espectro de contratos (en cuanto a la variedad de activos, plazos y denominación) y las modalidades de intermediación dependen de la historia de la economía de cada país.

Estas características particulares aparecen cuando se considera la vinculación entre los mercados de crédito y régimen cambiario. En un extremo se pueden considerar los casos en los que una gran parte de los activos emitidos por residentes de un país están en manos de otros residentes y los instrumentos están en su mayoría denominados en moneda nacional.

En el otro extremo se halla el caso de una economía muy dolarizada, donde las reservas de liquidez están constituidas principalmente por divisas y los contratos financieros se denominan en su mayoría en moneda extranjera.

inflación real y la esperada. Esto es más probable en un país en desarrollo, dado que el banco central puede no tener la credibilidad suficiente como para contenerla. De ser así, puede haber un incremento en las tasas de interés que tienen que pagar las firmas y los individuos, agudizando el problema aún más.

Los tres mecanismos producen un profundo deterioro en los balances de las firmas financieras y no financieras de los países en crisis, lo cual se traduce en una contracción en los créditos y una severa caída de la economía. Los mercados financieros entonces, no son capaces de canalizar fondos a aquellas oportunidades de inversión más productivas, lo que conduce a efectos devastadores en las economías de esos países.

## ANÁLISIS DE LAS CAUSAS DE LAS CRISIS FINANCIERAS

### 1. Liberalización Financiera y Tipo de Cambio Fijo

El primer paso conducente a la crisis financiera en países de mercados emergentes ha sido típicamente la liberalización financiera, la cual implicó el levantamiento de las restricciones a los topes de las tasas de interés y el tipo de préstamo permitido, posteriormente seguida por la privatización del sistema financiero.

Una vez adoptada la liberalización financiera, el capital internacional (impulsor de la liberalización) se desplazó a los bancos y otros intermediarios financieros de estos países, para luego derramarse en préstamos a nivel doméstico.

Esto ocurría por distintas razones: se pagaban altas tasas, por haber políticas de tipo de cambio fijo al dólar, y porque los gobiernos ofrecían una red de seguridad implícita, por la cual estas instituciones no serían autorizadas a ir a la quiebra, lo cual probablemente les daba a los inversores una sensación de menor riesgo, no monitoreaban dichas instituciones y aumentaba el riesgo moral.

El mantenimiento de condiciones atractivas para el arribo de inversiones extranjeras en cartera por un tiempo excesivo, favorecidas por una política monetaria de tipo de cambio fijo, lleva al incremento de una serie de desproporciones importantes: generación o incremento del déficit de la balanza comercial, incremento de la deuda externa del gobierno y de la banca comercial, reducción de reservas internacionales, disminución de la efectividad del sector exportador y un mayor subsidio indirecto a los bancos comerciales a través de la intervención de las autoridades en el mercado cambiario, con el objetivo de garantizar la estabilidad del tipo de cambio.

El aumento de estas desproporciones, lleva en la etapa culminante del ciclo a una crisis, cuyas raíces se encuentran en el ámbito cambiario, puesto que surge, antes que nada, de las desproporciones en el sector externo, cuyo elemento clave es el tipo de cambio.

## 2. Aspecto Teórico de la liberalización financiera<sup>8</sup>

La teoría convencional considera que el producto marginal del capital es mayor en la economía más pobre y que si se deja que las fuerzas del mercado operen libremente, la inversión nueva se dirigirá preferentemente hacia los países o regiones más pobres, hasta que se igualen los salarios y los retornos de capital. Consecuentemente, la integración de los mercados de capital genera ganancias de eficiencia, porque facilita la transmisión del ahorro hacia la inversión más rentable o productiva.

Pero en la práctica la transformación estructural de los mercados financieros internacionales, que sin duda facilita la circulación de los ahorros, ha resultado en una fuente adicional de incertidumbre, no sólo sobre los vínculos entre los mercados financieros de los países, sino también sobre sus efectos para las políticas monetarias y fiscales. Además, los capitales tienden a circular entre los países más ricos, las regiones más ricas y los agentes más ricos, y solo se derraman por excepción, especulativamente y en busca de rentas hacia países y regiones más pobres.

## 3. Intereses Económicos y Política Cambiaria

Hasta aquí hemos considerados las crisis como anomalías propias de economías particulares, originadas por visibles inconsistencias de política doméstica. Pero no podemos desconocer que han estado expuestas a estas crisis economías y regiones diversas, e incluso, el sistema internacional en su conjunto.

Lo cierto es que los países centrales han promovido la liberalización financiera, en búsqueda de mayores rentabilidades en corto tiempo, para grandes masas de capitales ociosos; y han promovido políticas de tipo de cambio fijo, para permitir la repatriación de las ganancias sin riesgo cambiario. Esto condujo a una serie de ciclos cuya dinámica se ha determinado principalmente por los movimientos del capital ficticio y no del capital real.

Limitar las causas a cuestiones intrínsecas de economías particulares nos dejaría en un nivel de análisis superficial y, a pesar de su aparente objetividad, nos ocultaría los resortes que habían impulsado las tendencias económicas que se presentaban.

Por lo tanto analizaremos los intereses económicos que impulsaron dichas políticas<sup>9</sup>.

En la actualidad, podríamos considerar tres factores que influyen de manera importante sobre los mercados cambiarios: el intercambio comercial, la política del gobierno y la movilidad internacional de capitales. Con la aparición de estos dos últimos factores, surgió la posibilidad formal de una desviación prolongada del tipo de cambio (respecto de sus valores que se determinan a partir de la paridad monetaria) y el resultante desequilibrio de las condiciones de intercambio comercial y de los intereses de exportadores e importadores.

---

<sup>8</sup> Benjamín Hopenhayn: *Enoikos 9 - Dinero sin fronteras - Movimiento de capital y financiamiento externo*, Pág. 72 y 74, Año 1995.

<sup>9</sup> Dr. Alexandr Tarassiouk Kaltura y Lic. Dmitri Fujii Olechko: *Rasgos generales de la crisis – Sobre el papel de la devaluación en la economía moderna; El tipo de cambio y los intereses económicos y Consecuencias de la fijación del tipo de cambio o de una banda de flotación*. Año 1999.

A su vez, la cuestión del tipo de cambio atrae intereses, no sólo de los exportadores e importadores, sino también del sector financiero. El sector real de la economía nacional (exportadores de bienes y servicios) está interesado en la devaluación; mientras que el sector real de la economía integrado por importadores de bienes y servicios, más los exportadores extranjeros, están interesados en la fijación del tipo de cambio.

Para los inversionistas extranjeros en cartera, la fijación del tipo de cambio, o limitación de sus oscilaciones por medio de una banda de flotación cambiaria, representa una disminución en el riesgo cambiario durante la repatriación de las ganancias y un aumento de la rentabilidad, puesto que esas ganancias están en una moneda cada vez más sobrevaluada. En lo que respecta a los importadores nacionales de capital en cartera, la política cambiaria mencionada les facilita la recepción de créditos externos y, también el servicio de la deuda externa.

Ahora bien, si tenemos en cuenta que los países en desarrollo son los que manifiestan un interés por tener un tipo de cambio competitivo; y los países desarrollados que son los que llevan a cabo la gran mayoría de las exportaciones de bienes, servicios y capital financiero; resultará evidente que el poderío de los agentes económicos interesados en un tipo de cambio fijo es claramente superior al poderío de los agentes interesados en un tipo de cambio competitivo.

A partir de este balance de intereses se hace evidente: por qué la teoría y prácticas keynesianas que prevalecían en dos décadas de la posguerra fueron reemplazadas por la teoría y políticas neoliberales; por qué en la década de los '80, los países de América Latina pasaron a una política de cambios estructurales; y por qué en los últimos años se puso de moda el tema de la dolarización.

Las crisis financieras y cambiarias modernas no se explican sólo por una política económica miope del gobierno y el Banco Central. Su causa de fondo es la sumisión del gobierno a intereses del sector financiero, la cual conduce al establecimiento de una política económica conveniente sólo para éste y en perjuicio de los demás sectores. Las crisis financieras son una manifestación externa y una solución temporal a este importante conflicto interno.

#### 4. Decisiones en contextos inciertos y fenómenos de manada

Con respecto a este punto importa tener en cuenta que las decisiones de los agentes económicos y de los responsables de las políticas, se formulan en contextos cuyo comportamiento deben aprender a conocer, y donde las percepciones y expectativas se modifican según las inferencias que cada uno realiza a partir de la evolución de su entorno. En estas condiciones es difícil suponer que, para establecer sus planes, los actores disponen de un modelo de funcionamiento de la economía, completo y terminado.

Es posible que por largos períodos la trayectoria de una economía permita extrapolar sin demasiado error regularidades que ya han sido incorporadas en los esquemas de formación de expectativas. "Tal es el caso de las dos décadas de crecimiento ininterrumpido de los países centrales luego de la Segunda Guerra Mundial". Sin embargo, la validez de tales hipótesis no es nada evidente para estudiar acontecimientos como las crisis, donde los

patrones de comportamiento pasados no operarían como base cierta para hacer predicciones.

En situaciones así, la identificación de las variables fundamentales deja de ser precisa, tanto para el analista como para los decisores. La imprecisión se origina en que no existe una manera bien definida de procesar la información que asegure la optimalidad de las expectativas.

Cuando no hay bases firmes para proyectar las oportunidades futuras, las decisiones y las interpretaciones de los comportamientos observados tienen un carácter necesariamente especulativo.

La formación de expectativas sería particularmente problemática en períodos de transición. En estos períodos serían más frecuentes los errores de expectativas con efectos macroeconómicos<sup>10</sup>. Por otro lado, a medida que los agentes reconocieran la fragilidad de sus esquemas de previsión, aparecerían efectos de “preferencia por flexibilidad”, es decir, los individuos serían reticentes a tomar posiciones vistas como difícilmente reversibles, y se volverían relevantes conductas imitativas asociadas con posibles fenómenos “de manada”, que provocan movimientos comunes en los precios de los activos de distintos países.

Es útil recordar que las cascadas informativas, por las cuales los agentes imitarían las acciones de los demás en lugar de apoyarse en la información fundamental de la que disponen directamente, resultan más probables cuando la información propia es considerada poco confiable. Así, la aparición de tales efectos supondría un estado de incertidumbre preexistente.

Las revisiones de expectativas sobre las variables fundamentales constituyen fuentes de incertidumbre.

##### 5. Asimetrías y asincronías entre las economías centrales y periféricas

En la economía mundial existe una gran polarización debido a las grandes asimetrías en el tamaño, nivel de desarrollo e intereses entre los países. Naturalmente las políticas de las economías centrales se deciden en función de consideraciones internas, la coordinación entre ellas es laxa, y los impactos sobre terceros, si reciben alguna atención, es solo en situaciones críticas. Estos comportamientos afectan la evolución del ciclo económico, las paridades cambiarias y las condiciones de crédito en estos países, y tienen fuertes repercusiones externas influyendo agudamente en las oportunidades de otras regiones.

---

<sup>10</sup> Daniel Heymann: Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política - Variables fundamentales y expectativas, Pág. 16. Revista de la CEPAL 70 - Abril 2000.

Por ejemplo, las inquietudes que en su momento planteó la reserva federal de Estados Unidos respecto de los precios de las acciones estaban asociadas a un interrogante sobre la forma en que se valuaban los activos e, indirectamente, a dudas acerca de la validez de las proyecciones del crecimiento de las ganancias de las empresas, subyacentes en la demanda de papeles.

Aunque el volumen de financiamiento externo no es una cantidad dada desde afuera, sino que se determina en conjunto con las decisiones de producción y de gasto y, por lo tanto depende de las expectativas y del comportamiento de los agentes de la economía misma, se han observado grandes fluctuaciones en la oferta de crédito desde los países centrales al resto del mundo.

Estos movimientos en las oportunidades de acceso al crédito internacional se han constituido sin duda en impulsos macroeconómicos de primera magnitud, y en una variedad de instancias han generado bruscos cambios en el ritmo del gasto y la producción reales. Esto se funda en que el mundo vive desde hace un tiempo una creciente y vertiginosa movilidad financiera, con alta proporción de capitales especulativos, cuya vinculación con la inversión real, es escasa o lejana. Estas consecuencias de la movilidad internacional del capital se aplican de manera distinta según los países tengan posición hegemónica o subordinada a la economía internacional.

Así, Estados Unidos ha podido financiar con ahorros externos durante extensos períodos cuantiosos déficits fiscales y de cuenta corriente, absorbiendo shocks endógenos y exógenos. Por otro lado, casi todos los países de América Latina se vieron obligados a realizar ajustes recesivos violentos frente shocks sistémicos provocados por el alza de las tasas de interés real internacionales y la caída en los precios de los productos primarios.

En una visión aún más global puede decirse que los países centrales aprovechan mejor la estabilidad económica mundial. La historia enseña que las economías que quieren crecer y desarrollarse deben aprovechar momentos de afluencia de capitales para crear un círculo virtuoso que permita aumentar el ahorro, invertirlo con alta productividad económica y social, y mejorar la competitividad externa de las economías nacionales a través de su especialización internacional.

a. El crecimiento del déficit comercial norteamericano

Mayores déficits externos pero también abultada deuda pública, la persistencia durante un largo período de saldos fiscales negativos hizo crecer el endeudamiento que se multiplicó casi por siete en las dos últimas décadas, una porción importante del mismo se abasteció con fondos externos provenientes de Japón y Europa Occidental pero también de la periferia. La sociedad norteamericana, el estado, los consumidores y las empresas dependen de manera creciente de mercancías y flujos monetarios externos, parasitan sobre el sistema global a través de un doble juego: por una parte el planeta sostiene al mercado norteamericano, motor de la demanda mundial y por otra parte este apuntalamiento del gigante enfermo incentiva, amplifica sus aspectos negativos.

b. EE.UU: hacia la extinción del ahorro personal

Por otra parte el empapelamiento público generó un movimiento de financierización generalizado en la sociedad norteamericana que no solo arrastró a las empresas, bancos y fondos de inversión y pensión, sino también a las familias que encontraron en las inversiones bursátiles una fuente milagrosa de prosperidad, las expectativas

de ganancias especulativas operaron como un efecto riqueza que alentó la reducción del ahorro personal hasta llegar a la casi extinción hacia fines de 1999.

La especulación con acciones, títulos públicos y otros papeles operó como una aspiradora de fondos externos e internos, permitió extender la euforia consumista y la rentabilidad empresaria, pero ya en el último trimestre de 1998 eran claros los síntomas de agotamiento del esquema. La recesión asiática y el enfriamiento latinoamericano sumado a la desaceleración de las economías de Europa Occidental y al desastre de Europa Oriental con centro en Rusia produjeron a corto plazo un efímero respiro a los Estados Unidos beneficiado por flujos de fondos que buscaban seguridad en la superpotencia.

A continuación muestro como es qué se generalizó tanto la implementación de políticas tendientes a la liberalización de los mercados en los países emergentes.

## 6. Generalización de las prácticas de liberalización financiera

### a. Hacia el Consenso De Washington

Durante el siglo XX dos corrientes de pensamiento económico pugnaban por la supremacía en los centros de poder económico mundial: liberalismo y Keynesianismo. Posterior a la gran depresión y a la Segunda guerra mundial las ideas de Keynes se impusieron por sobre las defendidas por Hayek.

El rol preponderante del estado y sus políticas activas permitieron la reconstrucción y florecimiento de las economías devastadas por la depresión primero y la guerra después. Las expectativas generadas por estas ideas se cumplían, lo que reafirmaba aún más las prácticas derivadas del modelo de pensamiento vigente. No obstante, las economías encontraron un techo al crecimiento y los excesivos recursos demandados por el sector estatal eran en detrimento de los intereses del sector privado, lo cual, de a poco fue generando un consenso a favor de los argumentos neoliberales.

Llegó un momento en que en los centros de poder económico mundial se impuso la corriente de pensamiento neoliberal y al poder político llegaron las figuras de Thacher y Reagan, quienes instrumentaron en sus respectivos países las políticas derivadas de este pensamiento.

Esta convergencia en el poder político y económico mundial no tuvo freno con la caída del muro de Berlín y promovió el avance del modelo neoliberal en los países en vías de desarrollo y quedó expresado en la primera formulación del llamado Consenso de Washington, por John Williamson.

### b. Consenso de Washington

Se trata de un documento con 10 temas de política económica generado a partir de una reunión realizada en Washington en 1989. En él, Washington representa el complejo político-económico-intelectual integrado por los organismos internacionales (FMI, BM), el congreso de los E.U.A., la reserva federal, los altos

grupos de la administración y los grupos de expertos. No fue un consenso de la comunidad internacional. Los temas del acuerdo son: 1) Disciplina fiscal, 2) Priorizar el gasto público en educación y salud, 3) Llevar a cabo una reforma tributaria, 4) Liberalización financiera (especialmente en los tipos de interés), 5) Lograr tipos de cambio competitivos, 6) Liberalización comercial, 7) Una mayor apertura a la inversión extranjera, 8) Privatizar las empresas públicas, 9) Llevar a cabo una profunda desregulación y 9) Garantizar los derechos de propiedad.

A comienzos de la década de los 90, cuando los gobiernos de los países emergentes adoptaron los paquetes de políticas que el FMI les proponía sobre la base del consenso de Washington, los inversores confiaron todavía más en esos países y continuaron invirtiendo en ellos. Esta ola de recursos expandió el consumo privado y público en los países y alimentó la creencia de que los paquetes funcionaban. De hecho al principio lo hicieron sorprendentemente bien, aunque no necesariamente debido a sus méritos económicos fundamentales. Más bien la recompensa inmediata de las reformas del consenso de Washington fue la súbita recuperación de la confianza del inversor.

## 7. ¿Qué ha causado la reciente ola de crisis bancarias?<sup>11</sup>

Los flujos de capitales internacionales, se canalizaron preferentemente a través de los bancos, quienes según vimos anteriormente juegan un rol aún más importante en la intermediación, en los países en desarrollo que en los desarrollados.

Desde este punto de vista podríamos ver las siguientes causas:

### a. Transición desde la represión financiera

En medios altamente protegidos, los bancos tienen poca competencia para conseguir fondos y enfrentan relativamente pocas opciones para aplicarlos. Es decir, no tienen incentivos para invertir en asesoramiento crediticio o desarrollar habilidades para el monitoreo de riesgo. Además, en general estos países carecen de regulación y supervisión financiera adecuada.

Frente a la liberalización, los bancos deben adquirir rápidamente estas habilidades, formando oficiales de crédito competentes, implementando sistemas de evaluación de riesgos, para evaluar y responder al riesgo apropiadamente; lo cual no sucede de la noche a la mañana.

### b. Grandes Shocks económicos

Los países en desarrollo son propensos a tener grandes shocks económicos, pues su economía está menos diversificada, sus políticas son más volátiles, y sus términos de comercio están sujetos a grandes fluctuaciones. Además, tienen menos instituciones absorbentes de riesgo, menos capacidad de absorción dentro de las instituciones gerenciadoras de riesgo, y la ley de los grandes números no es tan válida pues el mercado es pequeño.

---

<sup>11</sup> Joseph Stiglitz: Building Robust Financial Systems, October 1997, World Bank.

c. Falta de cultura de crédito

La expectativa de repago no es tan fuerte como en los países desarrollados por la falta de seguridad jurídica.

d. Movilidad del capital internacional

Juega un rol crucial en la magnificación de los problemas que se derivan de los tres anteriores. Este dinero fluye a través del sistema bancario doméstico, cuando este sistema no funciona bien se incrementan las probabilidades de recalentamiento macroeconómico y puede hacer al sistema bancario más frágil. Cuando algún problema se desencadena, puede resultar en grandes fugas de capitales.

e. Problema de agencia del principal en la intermediación financiera <sup>12</sup>

Otra de las fuentes de una crisis financiera puede ser encontrada en la interacción entre la microeconomía de la intermediación financiera privada, y las políticas macroeconómicas de gobierno.

Esta dinámica deriva de la introducción de un problema de agencia en la intermediación financiera doméstica, que origina una ventaja de información para los bancos locales en los préstamos domésticos, y la provisión de seguros de cambio por el gobierno a las actividades financieras privadas.

Como los gobiernos tienen incentivos en subsidiar el ingreso de capitales para sobreponerse a su propio Riesgo Moral en la fijación de las políticas comerciales, fiscales y monetarias, entonces, el problema de agencia en intermediación doméstica es funcional a la generación de la dinámica endógena de crecimiento del producto, ingreso de capitales, insolvencia en el sector bancario y la crisis monetaria.

## PERSPECTIVA HISTORICA

### 1. Historia Contemporánea de los Movimientos Internacionales de Capital<sup>13</sup>

Entre las causas de las crisis financieras recientes he citado a la alta movilidad de los capitales internacionales. En las últimas décadas el movimiento de capitales a través de las fronteras a crecido a velocidad vertiginosa.

¿Cómo se ha llegado a la gran movilidad internacional de capitales que sustenta la creciente tendencia a la llamada globalización financiera?.

Veremos que las causas principales son: la acumulación de grandes excedentes líquidos, la liberación generalizada de los controles de capital y el impacto de la revolución tecnológica de la informática y las telecomunicaciones. Pero para responder estas preguntas, debemos

---

<sup>12</sup> Menzie D. Chinn & Kenneth M. Kletzer: "International Capital Inflows, Domestic Financial Intermediation and Financial Crisis under Imperfect Information", Pág. 1, National Bureau of Economic Research, Sep 2000.

<sup>13</sup> Benjamín Hopenhayn: Enoikos 9 - Dinero sin fronteras – Movimientos de capital y financiamiento externo, Pag. 66, 67 y 68, Año 1995.

remontarnos al momento de la historia en que se instauraron las nuevas reglas de juego del sistema monetario internacional.

Luego de la Segunda Guerra Mundial y con la aparición de un mundo bipolar, la necesidad de reconstruir los países devastados por la guerra y la amenaza de avance del poder soviético; motivaron y marcaron el ritmo de las decisiones de política y la conformación de instituciones. Se impuso la lógica del vencedor, con los beneficios y asimetrías que esto significaba. Se reconstruyen las economías de los países centrales, motorizada por la economía norteamericana.

#### a. Bretton Woods

La historia contemporánea de los movimientos internacionales de capital y su relación con el financiamiento de los desequilibrios de balance de pagos comienza con la conferencia de Bretton Woods.

Los acuerdos de Bretton Woods pretendían sentar para la posguerra las bases de un régimen de relaciones económicas internacionales eficaz para el desarrollo de la economía mundial. Los personajes que se sentaron con poder real de negociación a la mesa de Bretton Woods, recordaban vivamente dos experiencias traumáticas de la primera mitad del siglo. Por una parte la devastadora crisis del '30, causada por la literal explosión de una enorme burbuja financiera y su veloz transmisión entre países por falta, entre otras cosas, de una salvaguardia monetaria internacional ordenada; y por otra, las desastrosas consecuencias políticas y económicas de las reparaciones de guerra impuestas a los vencidos de la 1° Guerra mundial.

El organismo más novedoso e importante surgido en Bretton Woods fue sin duda el Fondo Monetario Internacional. El Acuerdo del Fondo tenía entre sus principales objetivos, contribuir a la vigencia de condiciones propicias para el pleno empleo mediante el crecimiento no inflacionario de la economía y el comercio mundiales, apoyado en un sistema de pagos internacionales y con fuertes restricciones a la libertad de cambios. (El Banco aportaría los recursos para la reconstrucción de los países devastados por la guerra, especialmente de Europa, sin distinción de vencedores ni vencidos, en paralelo con el Plan Marshall<sup>14</sup>)

La relación de poder prevaleciente al final de la guerra y las reglas del juego establecidas en Bretton Woods, construyeron de hecho y de derecho un sistema monetario internacional hegemónico, porque estaba organizado sobre la base de un solo país con los privilegios –entre ellos el señoreaje- y responsabilidades de líder y centro del sistema; y además, porque en ese sistema la economía de los Estados Unidos funcionaba como locomotora de la mitad capitalista del mundo, y el dólar como unidad monetaria internacional de valor, de cambio y de reserva.

El dólar quedó anclado a un determinado peso en oro; el tipo de cambio de todas las otras monedas quedó fijado según su paridad con el dólar, lo cual permitió tener

---

<sup>14</sup> En un principio los americanos eran reticentes a invertir en Europa y el plan Marshall no tenía suficiente apoyo político. Frente a la amenaza del avance del poder Soviético en Europa y los temores al problema del desempleo como los ocurridos en la década del 30'puedan volver a repetirse, finalmente se aprobó el Plan. Donde en realidad los préstamos otorgados eran utilizados para comprar mayoritariamente equipamientos, productos y servicios americanos lo cual hizo florecer la economía norteamericana.

durante un largo período un sistema estable, mientras se mantuviera el ancla de una economía fuerte, dinámica y con responsabilidad en el ejercicio de una política monetaria prudente y anticíclica.

En la práctica se institucionalizó el dólar como moneda internacional, obligando a todos los países a acumular reservas en dólares para hacer frente a las fluctuaciones de sus respectivas monedas, resultante del estado de su balance de pagos. Con este sistema, la Reserva Federal de los Estados Unidos no tuvo la necesidad de defender el dólar, los otros bancos lo hacen en su lugar.

El sistema de Bretton Woods estableció pues, un privilegio exorbitante a favor de los Estados Unidos en materia de pagos internacionales, que en los hechos, sirvió para que el resto del mundo financiara su déficit presupuestario. La creación de dólares está al servicio de la política económica estadounidense, sin tener en cuenta su impacto sobre las relaciones internacionales<sup>15</sup>.

#### b. Acumulación de grandes excedentes líquidos

El cuarto de siglo posterior a la Segunda Guerra es el hecho que el mundo conoció como el período más prolongado de crecimiento con estabilidad que recuerda la historia moderna, con tasas de crecimiento anual del PBI del 5%, con una expansión del comercio internacional del 8%, y tasa de inflación del 3-3% anual.

Esas tasa de crecimiento permitieron la acumulación de recursos físicos y financieros formidables. Al mismo tiempo que la producción y el comercio, crecía la acumulación de excedentes financieros, y se desarrollaban los mercados de capital, tanto nacionales de los países centrales, como internacionales.

Pero a medida que aumentaba la dimensión de los mercados financieros crecían las tensiones sobre diversos eslabones de los sistemas que los regulaban. Y un eslabón que paradójicamente se iba debilitando era el propio dólar, sobre el cual se asentaba todo el régimen concertado en Bretton Woods<sup>14</sup>.

Esta fue la base de un desorden creciente del sistema monetario internacional que se institucionalizó con la inconvertibilidad del dólar en oro resuelta en 1971, y el abandono del sistema de tipos de cambios fijos en 1975.

#### c. Liberalización generalizada de los controles de capital

Por otra parte, desde comienzos de los '60 venían surgiendo mercados offshore, o extraterritoriales, que ofrecían no sólo paraísos fiscales, sino también paraísos de capital anónimo, desregulados y sin control de autoridades monetarias nacionales. Estos mercados asentados en la seriedad y el buen manejo británico, tentaron a capitales financieros de otros países, porque ofrecían un diferencial de interés favorable y por la no identificación ni regulación de pasivos y activos. El diferencial de interés a favor de la LIBOR, el secreto del manejo de los fondos y la

---

<sup>15</sup> Michel Lelart: Le système monétaire international, Pág. 55, Editions La Decouverte, Año 1993.

desregulación, a parte de las ventajas impositivas, empezaron a atraer a los euromercados fondos de muchos orígenes y lugares, de inversores y de intermediarios financieros; entre ellos los grandes bancos norteamericanos. Desde mediados de los '60 los grandes bancos –el Mercado– procuran extender sus fronteras a través de la porosidad fronteriza y de sus sucursales en Londres.

El resultado de estas tensiones y de los cambios que ocurrían en la esfera de la producción y el comercio, llevó a presiones devaluatorias contra el dólar en relación con las monedas fuertes de Europa. Finalmente se llega a la decisión de suprimir la convertibilidad dólar oro en 1971, y de devaluar la moneda central del sistema. Tampoco estas medidas satisficieron a los mercados, ya que finalmente en 1975, hubo que derribar el mismo muro a las devaluaciones competitivas que habían erigido en Bretton Woods, y en los albores de los '70 se pasó de una época de paridades fijas o semifijas a otra de paridades o tipos de cambio flotantes en, que la historia de los decenios siguientes mostraría de una gran volatilidad cambiaria.

En efecto, derribado el muro de paridades fijas y el vacío de un nuevo orden fue fundamental para que el shock de los precios del petróleo y la acumulación de enormes superávits externos en un pequeño núcleo de países con muy baja capacidad de absorción, tuviera un efecto catastrófico sobre la economía mundial. Se abre entonces un largo ciclo de grandes desequilibrios externos, de estancamiento con inflación en los países centrales, que se extiende hasta comienzos de los '80. La economía mundial entra en un período de alta volatilidad de los dos precios principales del dinero internacional: las tasas de interés y los tipos de cambio.

Junto con todos los fenómenos anteriores se fue produciendo en el mundo una gradual desregulación de las cuentas de capital que controlaban los movimientos de divisas a través de las fronteras.

#### d. Revolución tecnológica

Para que este explosivo aumento de los fondos de circulación internacional cada vez más libre llegue a constituir una verdadera revolución sólo faltaba un ingrediente tecnológico, que aparece al mismo tiempo que el gran salto de la informática y las comunicaciones. Estos fondos podrán ya circular globalmente en su forma más abstracta y en tiempo real a través de los satélites que unen los mercados financieros del mundo en días de 24 horas.

Este es el sistema financiero que acompañó un profundo cambio de la economía mundial a partir del decenio de 1970, momento que marca el fin del estado de bienestar, caracterizado por la producción de masa y el consumo de masa, impulsado este último por el aumento tendencial del salario real (Modelo Fordista de inspiración Keynesiana). El agotamiento del modelo estado de bienestar obedeció a varios factores entre los que cabe citar la expansión económica iniciada con la reconstrucción de la posguerra encontró sus límites, el consumo

de masas tendió a estancarse lo mismo que los beneficios empresarios y al mismo tiempo entraron en escena las innovaciones tecnológicas<sup>16</sup>.

## 2. Transformación del Rol de las Finanzas

Con la incorporación de las nuevas tecnologías<sup>17</sup> (robotización, microelectrónica, etc.) la productividad aumentó enormemente. Se abrieron entonces dos posibilidades: o se incitaba el consumo de masa de los bienes tradicionales y de los nuevos bienes a escala planetaria con una política salarial expansiva, una política social al estilo Estado de Bienestar, se reducía la jornada de trabajo en función del aumento de la productividad para tender a una situación de pleno empleo y se reconocían precios internacionales equitativas a las materias primas y productos de los países pobres, o se tendía a aumentar los márgenes de beneficios manteniendo bajos los salarios, el nivel de ocupación y los precios de los productos de los países del tercer mundo.

Se eligió esta última alternativa, con lo que se cerró la puerta a la posibilidad de aumentar significativamente la inversión productiva, aumentar así la producción en general y facilitar la colocación de ésta aumentando la capacidad adquisitiva global de los consumidores. Hay que precisar que esta opción tuvo un rasgo dominante, acentuar las desigualdades sociales en el interior de cada país y a nivel internacional.

Se optó entonces, por ritmos de crecimiento económicos bajos, a causa de que un mercado relativamente estrecho imponía límites a la producción, y surgió el fenómeno de grandes masas de capitales ociosos (incluidos los petrodólares), puesto que no podían ser invertidos productivamente. Pero para los dueños de dichos capitales (personas, bancos, instituciones financieras) no era concebible dejarlos arrinconados sin dejarlos fructificar. Es así como el papel de las finanzas al servicio de la economía, interviniendo en el proceso de producción y consumo (con créditos, préstamos, etc.) quedó relegado por el nuevo papel del capital financiero: producir beneficios sin participar en el proceso productivo, a través de la especulación financiera, la especulación con divisas, con los llamados productos derivados, con las tomas de participación de los fondos de pensiones, de fondos de compañías de seguro, etc., en industrias y servicios, etc.

## 3. Trayectoria Geográfica de la Crisis<sup>18</sup>

Desde una perspectiva histórica amplia podríamos observar que la prosperidad de los países ricos lograda desde fines de los '40 hasta comienzos de los '70, estuvo centrada en la dinámica de los EE.UU., hasta llegar a la ruptura con la crisis del petróleo (1973). A partir de allí, consiguieron amortiguar la caída e incluso seguir creciendo en los '80 y '90, pero a un ritmo menor, gracias al incremento del gasto público, que suavizó los déficits de

---

<sup>16</sup> Alejandro Teitelbaum: Qué es la deuda externa? - Al Sur de España - Cómo se ha llegado a esta situación. Julio 2001.

<sup>17</sup> Idem 16.

<sup>18</sup> Jorge Beinstein: Escenarios de la crisis global - Los caminos de la decadencia. Segundo encuentro internacional de economistas sobre globalización y problemas del desarrollo. Asociación de economistas de America Latina y el Caribe. Asociación de economistas de Cuba. La Habana, 24 al 29 de Enero del 2000.

demanda causados por la desaceleración salarial; y una combinación de transformaciones internas, que elitizaron y financierizaron sus economías; y periféricas, que consistieron en los mega endeudamientos, las apropiaciones de patrimonios nacionales, la creación de paraísos especulativos que culminaron en masivas evasiones de fondos hacia los países desarrollados.

Los beneficios empresarios eran apuntalados comprimiendo los costos laborales, el mayor gasto público no tenía como contrapartida el aumento de los impuestos sino la expansión de la deuda estatal. Ello fue acompañado por desajustes en la estructura industrial, la degradación de buena parte de la cultura técnica y la precarización del empleo.

Entonces, las crisis financieras de los 90' podrían ser vistas como la profundización de un proceso originado a comienzos de los '70 cuando empezó a descender la tasa de crecimiento del PBI del conjunto de países del G7.

Aunque la demanda global redujo su ritmo de expansión, el potencial productivo internacional siguió su línea ascendente motorizado por la carrera tecnológica; pero ello no podía dejar de provocar desequilibrios, instalándose la sobreproducción potencial, que con altibajos nacionales y sectoriales devino crónica constituyendo la base el fundamento último de la crisis.

Se desató un fenómeno de depredación de fuerzas productivas. La concentración depredadora global se combinó con la expansión de parasitismo con eje en la especulación financiera, ello obedeció a la lógica de un sistema que fue compensando sus dificultades en el área de la producción con beneficios financieros.

## EL CASO ARGENTINO

Como es sabido Argentina y Latinoamérica en general, ha padecido un problema crónico de estrangulamiento financiero externo. A pesar de que algunos países de la región han ido superando su desventajosa inserción en el comercio mundial, sigue siendo el sector externo un flanco expuesto de sus economías.

La perspectiva de los '70 y '80 desde nuestro destino latinoamericano esclarece el origen y desenlace de la crisis de la deuda. Desde 1973, sobre este continente, se vuelcan los enormes excedentes provocados por el shock de los precios del petróleo, que acumula superávits fabulosos en países con muy poca capacidad de absorción. Los petrodólares multiplican así las corrientes líquidas internacionales, en un período que los países centrales atraviesan largos años de estancamiento con inflación. En este período los bancos internacionales, elogiados por el FMI en sus informes oficiales y por la prensa económica internacional, contribuyen a resolver el difícil problema del reciclaje de los petrodólares en forma de préstamos fáciles y baratos que, entre otras cosas sobreendeudan a casi todos los países de América Latina. Por supuesto que no todo viene por el lado de la oferta, y que una demanda alegre e irresponsable contribuye al sobreendeudamiento<sup>19</sup>.

---

<sup>19</sup> Benjamín Hopenhayn: Enoikos 9 - Dinero sin fronteras – Movimientos de capital y financiamiento externo, Pag. 68, Año 1995.

En la historia económica reciente de nuestro país, hemos padecido ciclos de alta inflación, sucesivos cambios de signo monetario, políticas monetarias extremas y vulneraciones a los derechos de propiedad.

Estas situaciones nos han hecho extremadamente desconfiados, y cada nuevo golpe a la confianza nos ha requerido de más tiempo para recuperarla.

La estabilidad de precios que se había alcanzado en este último tiempo, permitió que hubieran U\$S 60.000 millones creados por el sistema y estén otorgados en créditos que hay que recuperar.

Paralelamente a esta acumulación de depósitos en el sistema financiero, el Estado deficitario fue adquiriendo mayor participación como tomador de fondos de la economía, a costa de un sector privado golpeado por una recesión, devenida en el tiempo en una depresión económica. Por supuesto que para los bancos, prestarle dinero al Estado vacío, prácticamente sin crédito internacional, a alta tasas era la mejor opción.

Consecuentemente, algunos de los deudores más importantes que tienen que pagar dichos créditos son el gobierno nacional y los gobiernos provinciales, quienes le trasladaron al sector privado, vía la tasa de interés que pagan por los créditos, su propio riesgo moral en la fijación de políticas monetarias, fiscales y comerciales; lo cual alimenta un círculo perverso que deprime aún más al sector privado.

Hoy ese estado quebró, y hasta tanto no se reordene y vuelva eficiente, no podrá cumplir con sus compromisos.

¿Qué hicieron la Nación y las provincias con los créditos que tomaron del sistema financiero? No precisamente aplicaron esos fondos a actividades productivas. Los consumieron cubriendo gastos. Esa plata no existe. Por su parte las empresas que tomaron créditos tampoco pueden devolverlos porque no venden.

La dirigencia hizo tantos desastres en materia de gasto público, que quebró la confianza de la gente. Ante semejante déficit fiscal, la gente tuvo pánico a que el Estado le confiscara sus depósitos para financiar sus gastos, lo que finalmente ocurrió. Esto hizo que todos fueran al mismo tiempo a retirar la plata de los bancos, y se produjera la quiebra del sistema financiero, quedando la gente dentro del “corralito”.

Presionar a los deudores para que paguen a los bancos y así devolverles el dinero a los ahorristas es irreal mientras la economía no empiece a crecer, y para esto se requiere un plan económico que sea consistente y recree la confianza.

Otra cara del problema es que Argentina no ha sabido desarrollar un fuerte sistema regulatorio y de supervisión bancaria que corrija actividades indeseables en tiempo y forma por parte de las instituciones financieras. A veces, no por falta de recursos ni a autoridad estatutaria en los entes de supervisión, pero sí por la dependencia política de los responsables nombrados, de los gobiernos de turno.

En el caso de las grandes entidades oficiales, nacionales y provinciales, por su gran tamaño, en vez de dejar en claro que recibirán el mismo tratamiento que un banco pequeño o mediano, siempre fueron protegidas para evitar su caída, lo cual contribuyó a la reducción de la disciplina de mercado e incentivó la excesiva toma de riesgo por parte de dichas entidades.

El sistema legal y judicial es muy ineficiente, las instituciones financieras tienen incentivos para esconder información a los examinadores, lo cual a veces resuelven implicando a los supervisores en maniobras ilícitas.

Aunque en la Argentina se ha producido una notable reducción de la participación del estado en la actividad financiera, y con la convertibilidad se alcanzó la estabilidad de precios, la falta de controles en los flujos de capital, permitieron un crecimiento desmesurado de los créditos en el mercado doméstico, debido a los fuertes incentivos introducidos con la convertibilidad.

Asimismo, la historia de alta inflación, la desconfianza interna y externa hace inviable cualquier intento de emisión de contratos en moneda local.

Cuando vimos las etapas de los procesos de crisis, mencionamos 3 mecanismos que generalizan la crisis a toda la economía, una vez producida la devaluación, las cuáles se están dando actualmente en nuestro país.

Por un lado, las empresas endeudadas en dólares enfrentan serias dificultades para el pago de sus obligaciones. Incluso algunas de ellas se han declarado en default. Por otro lado, el sector financiero está sufriendo una doble penalización en sus balances al incrementarse sus obligaciones en moneda extranjera, por el lado de su pasivo, y al aumentar la incobrabilidad de sus créditos, por el lado de su activo.

Por último al estar nuestra economía altamente dolarizada, todos los insumos importados y los bienes con alternativa de exportación, están aumentando a la par de la devaluación. En la medida que el dólar no se estabiliza, es muy difícil estabilizar el resto de los precios de la economía.

Cuando se llega a una situación de pérdida de confianza en la moneda nacional, las autoridades monetarias se ven obligadas a adoptar algún tipo de política monetaria para restaurarla. El esquema de convertibilidad es una posibilidad extrema para países como el nuestro, con tradición de alta inflación. Pero como hemos visto, el esquema puede ser abandonado en situaciones críticas por consideraciones de costo político, por lo tanto no necesariamente resuelve el problema de la credibilidad en la política monetaria y cambiaría<sup>20</sup>.

Otra posibilidad para restaurar la confianza, es mantener el modelo de banco central, que también hemos probado, pero nunca la institución se ha ganado la reputación de prudente administrador de los asuntos monetarios.

Es decir, se han bastardeado las opciones de política monetaria, que es el instrumento que nos permite alcanzar la estabilidad de precios.

El caso Argentino tiene un final abierto.

---

<sup>20</sup> Alcides José Lasa: Investigación Económica, N° 219, Ene-Mar 1997, pp. 53-70 - Los usos fiscales de la moneda y la soberanía monetaria – Conclusiones, Pág. 13.

## MEJORANDO LOS SISTEMAS FINANCIEROS

Las crisis bancarias son más probables de ocurrir en sistemas financieros liberalizados<sup>21</sup>, en presencia de deudas garantizadas y tipo de cambio fijo. Luego de estas crisis, el crecimiento económico ha caído abruptamente, y en muchos casos se ha recuperado muy lentamente.

La liberalización financiera debe ser alcanzada cautelosamente en aquellos lugares donde las instituciones necesarias para asegurar el cumplimiento de la ley, los contratos, la efectiva regulación prudencial y supervisión, no están completamente desarrollados, aún si la estabilidad macroeconómica ya hubiera sido lograda.

En realidad, el gobierno debe jugar un rol esencial en la regulación del sistema financiero. Para la mayoría de los países, hacer esto correctamente promoverá una reforma regulatoria sostenida a lo largo de los años. En ningún país la desregulación se hace de la noche a la mañana, ni tiene sentido.

En un proceso de reforma sostenida, la secuencia de pasos es muy importante. Más competencia debe ser introducida en el sistema bancario antes de liberar la tasa de interés.

Una efectiva intermediación requiere una combinación de incentivos y monitoreo. Para *promover en el mercado* su rol de monitoreo mejor información develada es requerida.

Por lo tanto el mejoramiento de los sistemas financieros no debe ser guiado por la liberación como estrategia principal<sup>22</sup>.

Desde el punto de vista de la administración de políticas es importante que los ajustes requeridos se efectúen, pero también que se eviten contracciones innecesarias. Las crisis son trances de gran incertidumbre, en que no es sencillo determinar los niveles sostenibles de ingreso y gasto de unidades económicas y de agregados de agentes. En esas condiciones, las decisiones de política difícilmente pueden afrontarse sobre la base de criterios mecánicos. Estas dificultades subrayan la utilidad de acciones precautorias.

## POLITICAS DE PREVENCION DE CRISIS FINANCIERAS

Habiendo entendido el modelo que explica las etapas de las crisis financieras, podemos ver según Mishkin<sup>23</sup>, qué políticas financieras pueden ayudar a prevenir la ocurrencia de estas crisis. Se pueden examinar 12 áreas básicas de reformas:

1. Supervisión prudencial
2. Estándares contables e Información Develada (Disclosure Information)
3. Sistemas legal y Judicial
4. Fomentar la disciplina de mercado
5. Entrada de Bancos extranjeros

---

<sup>21</sup> Asli Demirgüç Kunt & Enrica Detragiache: "Financial Liberalization and Financial Fragility" March 1998.

<sup>22</sup> Joseph Stiglitz: Building Robust Financial Systems – Keynote Lecture at "What Have We Learned?" – Bogotá, Colombia, October 1, 1997.

<sup>23</sup> Frederic S. Mishkin: Financial Policies and the Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries, National Bureau of Economic Research, January 2001, Chapter 5, Pag. 13

6. Controles de capital
7. Reducción del rol del estado en las instituciones financieras
8. Restricciones a la emisión de deuda en moneda extranjera
9. Eliminación del Demasiado grande para caer (too big to fail) en el sector corporativo
10. Liberación financiera secuencial
11. Política financiera y estabilidad de precios
12. Regímenes de tipo de cambio y reservas en moneda extranjera

### 1. Supervisión prudencial

Para la prevención de crisis financieras, los gobiernos necesitan poner especial atención en crear y sostener un fuerte sistema regulatorio y de supervisión bancaria para reducir el excesivo riesgo en sus sistemas financieros.

Promover un fuerte sistema de supervisión y regulación bancaria conlleva siete aspectos esenciales:

#### a. Pronta acción correctiva:

Acción rápida por parte de los supervisores prudenciales, para frenar actividades indeseables de las instituciones financieras, y aun más importante, cerrar instituciones que no tengan suficiente capital es crítico si las crisis financieras quieren ser evitadas.

Un elemento clave para procurar que la pronta acción correctiva funcione es que los supervisores bancarios tengan suficientes fondos del gobierno para cerrar las instituciones cuando estas se vuelven insolventes.

Para prevenir crisis financieras, es también imperativo que los accionistas, gerentes y los grandes acreedores no asegurados sean castigados cuando las instituciones financieras son cerradas y son inyectados fondos públicos en el sistema financiero. Proteger a los gerentes, accionistas y acreedores no asegurados de las consecuencias de la toma excesiva de riesgo incrementa inmensamente el problema del riesgo moral y es altamente peligroso aunque común.

#### b. Foco en la gestión del riesgo:

La innovación financiera ha producido nuevos instrumentos y mercados que facilitan a las instituciones financieras y sus empleados hacer grandes apuestas rápidamente. En este nuevo medio, una institución que es saludable en un determinado momento puede ser conducida a insolvencia de forma extremadamente rápida por pérdidas en estas transacciones, como ha sido demostrado en la caída de Barings en 1995. Por lo tanto focalizarse sólo en un balance puede no ser efectivo en indicar si un banco estará en efecto tomando un excesivo riesgo en el futuro cercano.

Por ejemplo los examinadores bancarios en Estados Unidos están poniendo gran énfasis en la evaluación del equilibrio de los procesos de gestión bancarios con el fin de controlar el riesgo.

c. Limitar el demasiado grande para caer:

Como la falla de una gran institución financiera hace más probable que ocurra una quiebra del sistema, los supervisores son naturalmente reticentes a permitir la caída de la misma para evitar pérdidas a los depositantes. El problema con estos casos es que reduce la disciplina de mercado en las grandes instituciones financieras, lo cual incrementa el incentivo de riesgo moral para tomar excesivo riesgo.

Limitar el riesgo moral de tener grandes instituciones financieras que son demasiado grandes o muy conectadas políticamente para caer, es crítico para la supervisión prudencial en los países emergentes. Por lo tanto, los supervisores necesitan escrutarlos aun más rigurosamente que las pequeñas instituciones, y como mínimo deben imponer pérdidas a los accionistas y gerentes cuando estas instituciones son insolventes.

Una manera de lidiar con este problema es para las autoridades anunciar que aunque son concientes sobre las posibilidades de riesgo sistémico, habrá una fuerte presunción que el primer gran banco en caer no será tratado como un “demasiado grande para caer”, y que los costos serán afrontados por los depositantes no asegurados y los acreedores cuando el banco sea cerrado.

Más que ayudar a los acreedores no asegurados al principio que un banco grande cae, las autoridades deberán estar listas para extender la red de seguridad al resto del sistema bancario, si ellos perciben que hay un serio problema de riesgo sistémico. Como resultado, estos depositantes y acreedores tendrán ahora un incentivo para retirar sus fondos si están preocupados por el equilibrio del banco, aún si es muy grande, y esto alterará los incentivos del banco para tomar excesivo riesgo.

d. Recursos y autoridad estatutaria adecuada para los reguladores y supervisores prudenciales:

En muchos países emergentes, los supervisores prudenciales no tienen suficientes recursos o autoridad para hacer su trabajo eficientemente. Sin recursos ni incentivos, no sorprende que los supervisores no monitoreen a los bancos lo suficiente como para mantenerlos lejos de involucrarse en actividades de riesgo inapropiadas, tener el control de gestión y habilidades apropiadas para gestionar el riesgo, o tener capital suficiente para que los incentivos de riesgo moral sean acotados.

Dar a los supervisores suficientes recursos y autoridad para su trabajo es crítico para promover un seguro y equilibrado sistema financiero que sea resistente a las crisis.

e. Independencia de las agencias reguladoras y supervisoras:

Dado que la pronta acción correctiva es tan importante, la agencia reguladora y supervisora de los bancos requiere suficiente independencia de los procesos políticos, para no ser tentada a obviar los problemas. Una manera de asegurarse contra los desvíos es dar el rol de supervisión bancaria a un banco central políticamente independiente.

f. Responsabilidad de los supervisores:

Los supervisores deben ser encontrados responsables si no hacen cumplir las regulaciones. Abrir las acciones de los supervisores bancarios al escrutinio del público, hace a los desvíos regulatorios menos atractivos, reduciendo el problema de agencia del principal. Además, sujetar las acciones del supervisor bancario al escrutinio del público, reduce el incentivo de los políticos a inclinarse sobre los supervisores para relajar la supervisión bancaria.

Para hacer que los supervisores hagan su trabajo adecuadamente, ellos deben ser también sujetos a juicio penal, si ellos son descubiertos tomando sobornos y deben ser sujetos a censura y penalidades si ellos toman trabajos en instituciones que ellos han supervisado recientemente.

g. Restricciones en préstamos conectados:

Un problema particular en el sector financiero son los préstamos de las instituciones financieras a los dueños, gerentes o socios de negocios. Las instituciones financieras claramente tienen menores incentivos para monitorear préstamos a sus dueños o gerentes, incrementando los incentivos de riesgo moral de los deudores a tomar excesivos riesgos y consecuentemente exponiendo a la institución a potenciales pérdidas del crédito. Además, los préstamos conectados en los cuales grandes préstamos son hechos a una parte, pueden resultar en una falta de diversificación para la institución, incrementando la exposición al riesgo del banco.

## 2. Estándares contables e información develada

Sin la información apropiada, mercados y supervisores no serán capaces de monitorear adecuadamente a las instituciones financieras para determinar la toma excesiva de riesgo.

Un ejemplo es que las convenciones contables y de supervisión de algunos países, permiten a los bancos hacer que préstamos irrecuperables parezcan bien, otorgando un préstamo adicional al deudor quien la usa para pagar el otro préstamo. El resultado es que los préstamos irrecuperables son significativamente subestimados, lo que hace más difícil a los mercados disciplinar a las instituciones financieras y supervisores, decidir cuando los bancos son insolventes y necesitan ser cerrados.

Para evitar esto, cada banco debe suministrar un informe financiero trimestral. El informe debe ser auditado dos veces al año, y no sólo debe ser provisto al banco central, sino también al público, con un resumen de dos páginas a la vista del mismo en las sucursales bancarias. Además, los directores bancarios se les exige validar estos informes y establecer *públicamente* que su sistema de gestión de riesgo es adecuado y está apropiadamente implementado.

Este mecanismo puede no trabajar en ciertos países. Los depositantes pueden no ser lo suficientemente sofisticados para entender completamente la información publicada, y consecuentemente, el mercado puede no imponer la necesaria disciplina a los bancos.

En otro orden, la responsabilidad ilimitada de los directores puede desmotivar a los más capacitados de tomar esas posiciones, resultando en un debilitamiento del gerenciamiento de los bancos.

### 3. Sistema legal y judicial

Los sistemas judiciales y legales son muy importantes en promover la eficiencia de los sistemas financieros. Si los derechos de propiedad no son claros, el proceso de intermediación financiera puede ser seriamente dañado.

Los colaterales pueden ser un mecanismo efectivo en reducir los problemas de selección adversa y riesgo moral en los mercados de crédito, porque reducen las pérdidas del prestamista en caso de default.

En algunos países en desarrollo, el proceso de constitución de garantías lleva mucho tiempo y la lenta resolución de las ejecuciones puede demorar la recuperación de una crisis financiera, porque solo cuando la quiebra ha sido resuelta hay suficiente información en el sistema financiero para restaurar una operación financieramente saludable.

### 4. Fomentando la disciplina de mercado

Hay dos problemas relacionados con los supervisores cuando controlan la exposición al riesgo de las instituciones financieras. Primero, dichas instituciones tienen incentivos para esconder información a los examinadores. Segundo, debido al problema de agencia del principal, los supervisores pueden implicarse en maniobras ilícitas.

Una respuesta a estos problemas es que el mercado discipline a las instituciones financieras. Hemos visto que los requisitos de develación permiten proveer información a los mercados, para el monitoreo de dichas instituciones financieras y prevenirlos de que tomen demasiado riesgo.

Además de los requisitos de “disclosure information”, dos pasos adicionales pueden contribuir a la disciplina de mercado. Una es requerir la calificación de las instituciones bancarias, la otra es la emisión de deuda subordinada.

La falta de calificación de créditos desincentiva a los depositantes y otros inversores a poner su dinero en el banco, por lo tanto incentivan al banco a reducir su exposición al riesgo. Esto tiene una probabilidad más alta de trabajar en los países que no tienen un seguro de depósito gubernamental.

Otra manera de imponer la disciplina de mercado, es requerir que las instituciones emitan deuda subordinada. La deuda subordinada, particularmente si tiene un techo en su spread entre su tasa de interés y la de un título de gobierno, puede ser un efectivo dispositivo disciplinador. Si el banco es expuesto a demasiado riesgo, es improbable que pueda vender su deuda subordinada.

Por lo tanto el compromiso con los requerimientos de la deuda subordinada, sería una manera directa para los mercados de forzar a los bancos a limitar su exposición al riesgo. Además, la emisión de deuda subordinada provee información adicional a los examinadores, pues contribuye a sus actividades de supervisión. También, esta información puede ayudar al público a evaluar si los supervisores son lo suficientemente exigentes en una determinada institución financiera y por lo tanto reducir el problema de agencia.

## 5. Entrada de bancos extranjeros

En algunos países la banca doméstica es incapaz de diversificar porque su cartera de préstamos está concentrada en su país. Por el contrario los bancos extranjeros tienen su cartera más diversificada y también tienen acceso a fuentes de fondos de todo el mundo a través de su casa matriz. Esta diversificación significa que estos bancos están menos expuestos al riesgo, y los afectan menos los shocks en la economía doméstica.

Otra razón para estimular la entrada de bancos extranjeros es que puede implicar la adopción de mejores prácticas en la industria. Además, es más probable que los depositantes no asegurados y otros tomadores sean ayudados. El incremento resultante en la disciplina de mercado conduce a un comportamiento más prudente por las instituciones bancarias.

## 6. Controles de capital

El análisis de la información asimétrica de las crisis sugiere que el movimiento de capital internacional puede tener un rol muy importante en producir inestabilidad financiera, pero como hemos visto, esto es porque la presencia de una red de salvataje del gobierno sumada a una supervisión inadecuada de las instituciones bancarias, incentiva el ingreso de capitales que conducen a un boom crediticio y una excesiva toma de riesgo por parte de los bancos.

Los bancos deben ser regulados en cuanto rápido sus préstamos pueden crecer, y esto puede tener el impacto de limitar sustancialmente el ingreso de capitales. Pero a diferencia de los típicos controles de capitales, se focaliza en las fuentes de la fragilidad financiera, más que en los síntomas.

## 7. Reducción del rol del estado en instituciones financieras estatales

Las instituciones privadas tienen un incentivo claro para resolver los problemas de selección adversa y riesgo moral, y prestan a tomadores de fondos que tengan oportunidades de inversión productiva. Los gobiernos tienen un menor incentivo a operar de esta manera pues su objetivo no es maximizar la ganancia.

La ausencia de la motivación por la utilidad, significa también menos habilidad para gestionar el riesgo apropiadamente. De cualquier manera, aun las privatizaciones deben ser resueltas apropiadamente o se puede producir un desastre. Si los que adquieren los bancos son aquellos que se inclinan por asumir excesivos riesgos o incluso fraude, las posibilidades de que futuros problemas bancarios surjan son altas.

## 8. Restricciones a la emisión de deuda en moneda extranjera

La visión de la información asimétrica de las crisis financieras indica que la estructura de deuda con una proporción sustancial en moneda extranjera, hace los sistemas financieros más frágiles. Además hace más difícil para un país su recuperación de una crisis financiera.

La economía sería menos propensa a las crisis financieras, si no se estimula la emisión de deuda en moneda extranjera. Como la mayoría de la deuda denominada en moneda

extranjera es intermediada a través del sistema bancario, las regulaciones para restringir los préstamos que hacen los bancos y que piden en moneda extranjera puede contribuir ampliamente a la estabilidad.

#### 9. Eliminación del demasiado grande para caer en el sector corporativo

Hemos visto porque este tipo de políticas conducen a un incremento del riesgo asumido por las instituciones financieras. Los mismos incentivos se aplican a las corporaciones si son consideradas “demasiado grandes para caer” por el gobierno.

Los prestamistas, sabiendo que no están sujetos a pérdidas si la corporación se encuentra en problemas, no monitorearán a la corporación ni retirarán sus fondos si el riesgo es excesivo. En muchos países emergentes, los gobiernos han impulsado grandes corporaciones con vinculaciones políticas, y esto ha sido una fuente de incremento de la toma de riesgo por parte de las compañías.

Para evitar esto, las políticas de protección a las caídas de estos grandes grupos deben ser eliminadas. Esto implica una mayor separación entre el sector corporativo y el gobierno.

#### 10. Secuenciamiento de la liberalización financiera

La desregulación y liberalización de los sistemas financieros se han implementado ampliamente. Aunque son objetivos deseables, el análisis de las crisis financieras indica que si el proceso no es gestionado apropiadamente puede ser desastroso.

Los bancos pueden no tener la competencia para prestar adecuadamente, y por lo tanto desarrollan un portfolio de préstamos de mala calidad. También hemos visto que la desregulación y liberalización conducen a un boom financiero, por las oportunidades crecientes de prestar para el banco y la profundización financiera en la cual más fondos fluyen en el sistema bancario. Aunque la profundización financiera es un desarrollo positivo para la economía en el largo plazo, en el corto, el boom de préstamos puede deteriorar los recursos de información disponibles en el sistema financiero, ayudando a promover un colapso financiero en el futuro.

Es importante para los creadores de política, establecer la estructura institucional adecuada antes de liberar sus sistemas financieros, especialmente si no hay restricciones para las instituciones financieras que se fondean en el exterior.

Por otro lado la restricción del crecimiento del crédito cuando se pone en práctica la liberación, tiene sentido.

#### 11. Política monetaria y estabilidad de precios

Es importante reconocer que la política monetaria juega un rol muy importante en promover la estabilidad financiera. La estabilidad de precios es un aspecto muy valorado por el público y se evidencia de estudios econométricos que la inflación es dañina para la economía. La perspectiva de la información asimétrica de las crisis financieras provee razones adicionales de porque la estabilidad de precios es tan importante. Cuando los países tienen una historia de alta inflación, los contratos de deuda están denominados en moneda

extranjera. Como hemos visto esto fragiliza aún más el sistema financiero, pues la depreciación de la moneda puede detonar una crisis financiera.

Lograr la estabilidad de precios es condición necesaria para tener una moneda equilibrada, y con esto es más fácil para los bancos, empresas y el gobierno financiarse con moneda nominada en moneda doméstica. Por lo tanto, otro método para reducir la dependencia económica en deuda en moneda extranjera, y fomentar la estabilidad financiera es lograr la estabilidad de precios .

Los bancos centrales que lo han logrado, tienen suficiente credibilidad como para que la aplicación de una política monetaria expansiva, sumado al hecho de ser prestamista de última instancia en ciernes de una crisis financiera, no se constituya en un aumento de las expectativas de inflación, ni se pronuncie la depreciación de la moneda, lo cual daña el balance de las empresas e instituciones.

Estos países tienen mayor habilidad para usar herramientas de política monetaria para promover la recuperación de una crisis financiera.

## 12. Regímenes de tasa de cambio y reservas en moneda extranjera

Un método comúnmente utilizado para lograr la estabilidad de precios es atar el valor de la moneda a la de un país desarrollado de baja inflación.

Aunque la adhesión a un régimen de tipo de cambio fijo puede ser una estrategia exitosa para controlar la inflación, el análisis de las crisis financieras en este trabajo ilustra cuán peligroso puede ser esta estrategia para un país emergente con una gran deuda nominada en moneda extranjera. Bajo este régimen, cuando ocurre un ataque especulativo, la pérdida en el valor de la moneda es mucho más grande, rápido e inesperado que cuando la depreciación ocurre en un régimen cambiario flotante.

Otro potencial peligro es que se reduce el riesgo de los inversores extranjeros lo cual incentiva el ingreso de capitales. Aunque estos capitales pueden ser canalizados hacia inversiones productivas y estimular el crecimiento, ellas pueden promover endeudamiento excesivo, manifestado por un boom de préstamos, porque los intermediarios financieros domésticos como los bancos juegan un rol muy importante en la intermediación de estos flujos.

Además, si el proceso de supervisión bancaria es deficiente, como suele suceder en los países emergentes, tal que la red de salvataje del gobierno para las instituciones bancarias, crea incentivos para asumir riesgos, la probabilidad de que el ingreso de capitales produzca un boom de préstamos es mucho más grande.

Las fluctuaciones diarias en la tasa de cambio en un régimen de cambio flexible tienen la ventaja de dejar claro a las firmas, bancos y gobiernos que hay un riesgo sustancial implicado en emitir obligaciones denominadas en moneda extranjera. Es más, la depreciación de la tasa de cambio puede ser una alerta temprana para los creadores de política, para que modifiquen sus políticas y de esta forma limitar el potencial de una crisis.

## MECANISMOS DE AUTOREGULACION (Disciplina de Mercado)

¿Castigan los depositantes a los bancos por mal comportamiento?<sup>24</sup>

Para evitar crisis bancarias los reguladores necesitan encontrar formas de promover un comportamiento prudente por parte de los bancos. La recomendación estándar es para los países ajustar la supervisión y regulaciones prudenciales.

La disciplina de mercado en el sector bancario puede describirse como los costos que incrementan los riesgos de los bancos porque los depositantes requieren mayores tasas o por amenaza de retiro de sus depósitos.

Los beneficios potenciales de incentivar la disciplina de mercado son: Primero, por castigar la toma de riesgo por parte de los bancos la disciplina de mercado puede reducir Riesgo Moral; segundo, mejora la eficiencia de los bancos, y por último el costo social de supervisar los bancos puede ser reducido si los reguladores ceden mayor control a las fuerzas del mercado.

Los sistemas de seguros de depósitos son diseñados para proteger a pequeños depositantes y evitar las crisis sistémicas. Consecuentemente los seguros de depósitos bajan la probabilidad de corridas bancarias. Al mismo tiempo reduce el incentivo de los depositantes de monitorear a los bancos disminuyendo el grado de disciplina de mercado.

Las crisis bancarias son particularmente interesantes para el estudio de la disciplina de mercado. Primero, porque pueden incrementar la atención de los depositantes concerniente al riesgo de sus depósitos, por lo tanto podemos ver un incremento en la disciplina de mercado. Segundo, hay grandes movimientos de depósitos durante las crisis relativo a como los depositantes se comportan en épocas estables.

## CONCLUSIONES

Durante los años '90 la economía mundial entró en una etapa de creciente inestabilidad y crisis financieras frecuentes, cuyas consecuencias inmediatas han sido un fuerte debilitamiento de la confianza del inversor, fuga de depósitos, dificultad para el acceso al crédito, caída de la inversión y del PBI.

El análisis superficial tiende a considerar dichos episodios como anomalías propias de economías particulares, o riginadas por visibles inconsistencias de política doméstica. No obstante, al estar expuestas a estas crisis, economías y regiones diversas, e incluso, el sistema internacional en su conjunto, el problema excede el ámbito local y requiere un abordaje mucho más amplio, que incluye el análisis de las políticas domésticas no sólo en términos de sus resultados, sino también en función de los intereses económicos que las impulsan. De otra manera, esta conclusión nos oculta los resortes que impulsan las tendencias económicas que se presentan.

Desde una perspectiva histórica, estos fenómenos de los 90', podrían ser vistos como la profundización de un proceso originado a comienzos de los '70 cuando empezó a descender

---

<sup>24</sup> María S. Martínez Peria & Sergio L. Schmukler: "Do depositors punish banks for bad behavior?: Market discipline, deposit insurance and banking crises", October 1999, Pag. 1. World Bank.

la tasa de crecimiento del PBI del conjunto de países centrales y se derrumban las barreras de Bretton Woods; abriendo un largo ciclo de grandes desequilibrios externos que los países centrales sobrellevan gracias al incremento del gasto público y a una combinación de transformaciones que elitizaron y financierizaron sus economías. Mientras que países como el nuestro, reciben enormes excedentes financieros provocados por la crisis del petróleo, que no son aprovechados para crear un círculo virtuoso que permita aumentar el ahorro, invertirlo con alta productividad económica y social, y mejorar la competitividad externa de la economía nacional a través de su especialización internacional.

A lo largo del trabajo hemos visto que el primer paso conducente a la crisis financiera en países de mercados emergentes ha sido la liberalización financiera. Una vez adoptada, el capital internacional se desplazó a los bancos y otros intermediarios financieros de estos países, para luego derramarse en préstamos a nivel doméstico. Esto condujo a una serie de ciclos cuya dinámica se ha determinado principalmente por los movimientos del capital ficticio y no del capital real.

*El mantenimiento de condiciones atractivas para el arribo de inversiones extranjeras en cartera por un tiempo excesivo, sumado a las políticas de tipo de cambio fijo, permiten la repatriación de las ganancias sin riesgo cambiario. Estas condiciones generan una serie de desproporciones que en la etapa culminante del ciclo conducen a una crisis, cuyas raíces se encuentran en el ámbito cambiario, puesto que surge, antes que nada, de los desajustes en el sector externo, cuyo elemento clave es el tipo de cambio.*

Lo cierto es que los países centrales han impulsado la liberalización financiera, en búsqueda de rápidas y mayores rentabilidades para grandes masas de capitales líquidos. Esto se funda en que el mundo vive desde hace un tiempo una creciente y vertiginosa movilidad financiera, con alta proporción de capitales especulativos, cuya vinculación con la inversión real, es escasa o lejana.

Entonces, las crisis financieras y cambiarias modernas no se explican sólo por una política económica miope del gobierno y el Banco Central. Su causa de fondo es la sumisión del gobierno a intereses del sector financiero, la cual conduce al establecimiento de una política económica conveniente sólo para éste y en perjuicio de los demás sectores. Las crisis financieras son una manifestación externa y una solución temporal a este importante conflicto interno.

En este sentido es importante para los creadores de política, establecer la estructura institucional adecuada, antes de liberar sus sistemas financieros, especialmente si no hay restricciones para las instituciones financieras que se fondean en el exterior.

El desempeño del sistema resulta de la composición de millones de decisiones tomadas por los participantes. Con su accionar, motorizan las diferentes funciones del sistema financiero como el ahorro, la intermediación, el monitoreo, el gasto y la regulación en sus diferentes procesos: movilización, intermediación, maduración, transferencia de riesgo y profundización / represión financiera.

Dichas decisiones dependen de la información que disponen los agentes, su capacidad para interpretarla y los límites que tengan para actuar. Además, su dinámica está condicionada por la confianza de los participantes en el sistema.

En la medida que el participante disponga de información, sabrá a qué atenerse, y sopesará riesgo y beneficio de cada operación. Cuando incursionan los problemas de asimetría de información, una parte del contrato comienza a tomar decisiones en función a una ficción, y no la realidad. Esta situación torna al sistema sumamente ineficiente, alimentando burbujas especulativas y no permitiendo que actúe la disciplina de mercado.

En este sentido, un sistema regulatorio debe procurar un conjunto de regulaciones, que articule premios y castigos con los derechos y obligaciones de los participantes, y minimice los desvíos de las conductas respecto del orden establecido para el óptimo funcionamiento del sistema. Además, debe perseguir el desarrollo de la disciplina de mercado, promoviendo el acceso a la información y la comprensión de la misma, para que los participantes realicen apreciaciones acertadas sobre la realidad y de esta manera, tomen decisiones que se ajusten a su perfil de riesgo retorno.

Como hemos visto, los beneficios potenciales de incentivar la disciplina de mercado son: reducir el Riesgo Moral, por castigar la toma de riesgo por parte de los bancos; mejorar la eficiencia de los bancos, y por último el costo social de supervisar los bancos puede ser reducido si los reguladores ceden mayor control a las fuerzas del mercado.

En países en desarrollo como el nuestro, se han dado situaciones en las cuales han coexistido fenómenos de asimetría de información pronunciada y un nivel de confianza intacto. Pero este nivel de disociación es insostenible económica y políticamente en el tiempo. Muchas veces, esta asimetría es fomentada por los mismos gobiernos, desde el momento en que los depositantes de los bancos estatales y/o privados no supervisados, desconocen la verdadera situación patrimonial de éstos, con lo cual se desfavorece la disciplina de mercado, lo cual le da incentivo a los bancos estatales y/o privados a aplicar los fondos de manera ineficiente.

En nuestro país, muchos de los participantes del sistema financiero, incluyendo inversores extranjeros, no fueron capaces de percibir el riesgo en el que incurrían, cuando tomaron decisiones de inversión o endeudamiento, convencidos de la solidez del sistema, a partir de la implementación de medidas promovidas por el FMI. Con la diferencia que éstos, pueden actuar más rápidamente en situaciones de crisis que los ahorristas locales, y retirar sus fondos antes.

Cuando no hay bases firmes para proyectar las oportunidades futuras, las decisiones y las interpretaciones de los comportamientos observados tienen un carácter necesariamente especulativo. Además, a medida que los agentes reconocen la fragilidad de sus esquemas de previsión, aparecen efectos de “preferencia por flexibilidad”, es decir, los individuos serían reticentes a tomar posiciones vistas como difícilmente reversibles, y se volverían relevantes conductas imitativas asociadas con posibles fenómenos “de manada”, que provocan movimientos comunes en los precios de los activos de distintos países.

Es útil recordar que las cascadas informativas, por las cuales los agentes imitarían las acciones de los demás en lugar de apoyarse en la información fundamental de la que disponen directamente, resultan más probables cuando la información propia es considerada poco confiable. Así, la aparición de tales efectos supondría un estado de incertidumbre preexistente.

Pero los problemas de asimetría de información no son sólo patrimonio de los países en desarrollo. Casos como el de Enron y Global Crossing, en Estados Unidos, donde miles de

inversores y empleados fueron estafados, ponen en tela de juicio los sistemas de supervisión y monitoreo de ese país, y más aún, si consideramos que durante el 2000 un ente de supervisión y control como la SEC<sup>25</sup> pudo revisar tan solo el 8% de los informes financieros auditados presentados por las compañías que cotizan en bolsa<sup>26</sup>.

Es por eso que en el seno de la SEC, no sólo están en discusión los recursos de los entes de control, sino también las Políticas Contables Críticas<sup>27</sup>. Las políticas Contables Críticas describen la condición financiera y los resultados de la compañía, y requieren los juicios más complejos y subjetivos del management. En general, las circunstancias que hacen estos juicios más difíciles, subjetivos y/o complejos, tienen que ver con la necesidad de realizar estimados sobre el efecto de cuestiones que son inherentemente inciertas.

Los últimos informes de la comisión, destacan la importancia de proveer a los inversores con un entendimiento sobre como el management forma sus juicios sobre eventos futuros, incluyendo las variables y supuestos que subyacen en los estimados, y la sensibilidad de esos juicios a las diferentes circunstancias. Si la complejidad y la subjetividad de los juicios aumenta, el nivel implícito de precisión de los informes financieros decrece, lo cual es un hecho que los inversores deben conocer.

En la medida que profundizamos en el entendimiento de los sistemas financieros de países desarrollados, y en vías de desarrollo, observamos que el fenómeno de asimetría de información es una problemática común, que en el primer caso, tiende a manifestarse aisladamente, mientras que en el segundo es más generalizado. Si hay asimetría es porque no hay capacidad, organización o poder suficiente para garantizar la libre disponibilidad de información. En el caso de Estados Unidos estos problemas se van superando, pues tienen instituciones fuertes e independientes que tienen capacidad de aprender de sus errores y los participantes no pierden la confianza en el sistema.

Para que los países crezcan y se desarrollen deben ser capaces crear un círculo virtuoso que les permita generar sus propios recursos, aumentar el ahorro, reinvertirlos con alta productividad económica y social, y mejorar la competitividad externa de las economías nacionales, a través de su especialización internacional.

Bienvenidos sean los capitales que aporten ahorro externo en condiciones aptas para nuestras necesidades de inversión. En la medida que el grueso de los capitales frescos recibidos, y los que se puedan obtener en el futuro, ayuden a transformar nuestras economías para generar los excedentes con que financiar los futuros pagos de utilidades e intereses, hasta completar el círculo virtuoso del endeudamiento compensador y el desarrollo sostenido, y no caer en otra crisis de ajuste cruento y prolongado.

Nuestro país enfrenta actualmente desafíos fundacionales: independencia de poderes, transparencia en la administración pública, respeto por los derechos de propiedad. Dependerá de la transformación que podamos producir, la superación de la crisis actual y el alejamiento de potenciales crisis futuras.

---

<sup>25</sup> SEC: Securities and Exchange Commission – Comisión de intercambio de valores de USA

<sup>26</sup> Michael Schroeder: La SEC multiplica esfuerzos para supervisar a las grandes empresas, *The Wall Street Journal Americas*, Lunes 11 de Febrero de 2002, *La Nación*, Sección 2 Pag. 5.

<sup>27</sup> Robert K. Herdman: Chief Accountant, U.S. SEC - Speech by SEC Staff – Critical Accounting and Critical Disclosures – Financial Executives International – San Diego, California – January 24, 2002.

inversores y empleados fueron estafados, ponen en tela de juicio los sistemas de supervisión y monitoreo de ese país, y más aún, si consideramos que durante el 2000 un ente de supervisión y control como la SEC<sup>25</sup> pudo revisar tan solo el 8% de los informes financieros auditados presentados por las compañías que cotizan en bolsa<sup>26</sup>.

Es por eso que en el seno de la SEC, no sólo están en discusión los recursos de los entes de control, sino también las Políticas Contables Críticas<sup>27</sup>. Las políticas Contables Críticas describen la condición financiera y los resultados de la compañía, y requieren los juicios más complejos y subjetivos del management. En general, las circunstancias que hacen estos juicios más difíciles, subjetivos y/o complejos, tienen que ver con la necesidad de realizar estimados sobre el efecto de cuestiones que son inherentemente inciertas.

Los últimos informes de la comisión, destacan la importancia de proveer a los inversores con un entendimiento sobre como el management forma sus juicios sobre eventos futuros, incluyendo las variables y supuestos que subyacen en los estimados, y la sensibilidad de esos juicios a las diferentes circunstancias. Si la complejidad y la subjetividad de los juicios aumenta, el nivel implícito de precisión de los informes financieros decrece, lo cual es un hecho que los inversores deben conocer.

En la medida que profundizamos en el entendimiento de los sistemas financieros de países desarrollados, y en vías de desarrollo, observamos que el fenómeno de asimetría de información es una problemática común, que en el primer caso, tiende a manifestarse aisladamente, mientras que en el segundo es más generalizado. Si hay asimetría es porque no hay capacidad, organización o poder suficiente para garantizar la libre disponibilidad de información. En el caso de Estados Unidos estos problemas se van superando, pues tienen instituciones fuertes e independientes que tienen capacidad de aprender de sus errores y los participantes no pierden la confianza en el sistema.

Para que los países crezcan y se desarrollen deben ser capaces crear un círculo virtuoso que les permita generar sus propios recursos, aumentar el ahorro, reinvertirlos con alta productividad económica y social, y mejorar la competitividad externa de las economías nacionales, a través de su especialización internacional.

Bienvenidos sean los capitales que aporten ahorro externo en condiciones aptas para nuestras necesidades de inversión. En la medida que el grueso de los capitales frescos recibidos, y los que se puedan obtener en el futuro, ayuden a transformar nuestras economías para generar los excedentes con que financiar los futuros pagos de utilidades e intereses, hasta completar el círculo virtuoso del endeudamiento compensador y el desarrollo sostenido, y no caer en otra crisis de ajuste cruento y prolongado.

Nuestro país enfrenta actualmente desafíos fundacionales: independencia de poderes, transparencia en la administración pública, respeto por los derechos de propiedad. Dependerá de la transformación que podamos producir, la superación de la crisis actual y el alejamiento de potenciales crisis futuras.

---

<sup>25</sup> SEC: Securities and Exchange Commission – Comisión de intercambio de valores de USA

<sup>26</sup> Michael Schroeder: La SEC multiplica esfuerzos para supervisar a las grandes empresas, *The Wall Street Journal Americas*, Lunes 11 de Febrero de 2002, *La Nación*, Sección 2 Pag. 5.

<sup>27</sup> Robert K. Herdman: Chief Accountant, U.S. SEC - Speech by SEC Staff – Critical Accounting and Critical Disclosures – Financial Executives International – San Diego, California – January 24, 2002.

## BIBLIOGRAFIA

- 1 Francisco Mochón y Víctor A. Béker: Economía, principios y aplicaciones – Capítulo 18: La financiación de la actividad económica - El papel de los intermediarios financieros, Pág. 464. Ed. Mc Graw Hill.
- 2 Richard L. Kitchen: Finance for the developing countries – John Wiley & Sons (1986) – Introduction, “Financial Processes”, Pág. 11
- 3 Richard L. Kitchen: Idem 1, Chapter 2, The efficient Market Hypothesis and Developing Country Stock Markets, Pág. 47.
- 4 Frederic S. Mishkin: Financial Policies and the Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries, National Bureau of Economic Research, January 2001, What is a Financial Crisis, Pág. 1
- 5 Francisco Mochón y Víctor A. Béker: Economía, principios y aplicaciones – Capítulo 18: La financiación de la actividad económica, Pág. 467. Ed. Mc Graw Hill.
- 6 Daniel Heymann: Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política, Pág. 18 y 19. Revista de la CEPAL 70 – Abril 2000.
- 7 Daniel Heymann: Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política – Políticas financieras y regímenes cambiarios, Pág. 21 y 22. Revista de la CEPAL 70 – Abril 2000.
- 8 Benjamín Hopenhayn: Enoikos 9 - Dinero sin fronteras - Movimiento de capital y financiamiento externo, Pág. 72 y 74, Año 1995.
- 9 Dr. Alexandr Tarassiouk Katurina y Lic. Dmitri Fujii Olechko: Rasgos generales de la crisis – Sobre el papel de la devaluación en la economía moderna; El tipo de cambio y los intereses económicos y Consecuencias de la fijación del tipo de cambio o de una banda de flotación. Año 1999.
- 10 Daniel Heymann: Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política - Variables fundamentales y expectativas, Pág. 16. Revista de la CEPAL 70 - Abril 2000.
- 11 Joseph Stiglitz: Building Robust Financial Systems, October 1997, World Bank.
- 12 Menzie D. Chinn & Kenneth M. Kletzer: “International Capital Inflows, Domestic Financial Intermediation and Financial Crisis under Imperfect Information”, Pág. 1, National Bureau of Economic Research, Sep 2000.
- 13 Benjamín Hopenhayn: Enoikos 9 - Dinero sin fronteras – Movimientos de capital y financiamiento externo, Pag. 66, 67 y 68, Año 1995.
- 15 Michel Lelart: Le systeme monetaire international, Pág. 55, Editions La Decouverte, Año 1993.
- 16 Alejandro Teitelbaum: Qué es la deuda externa? - Al Sur de España - Cómo se ha llegado a esta situación. Julio 2001.
- 17 Idem 16.
- 18 Jorge Beinstein: Escenarios de la crisis global - Los caminos de la decadencia. Segundo encuentro internacional de economistas sobre globalización y problemas del desarrollo. Asociación de economistas de America Latina y el Caribe. Asociación de economistas de Cuba. La Habana, 24 al 29 de Enero del 2000.
- 19 Benjamín Hopenhayn: Enoikos 9 - Dinero sin fronteras – Movimientos de capital y financiamiento externo, Pag. 68, Año 1995.
- 20 Alcides José Lasa: Investigación Económica, N° 219, Ene-Mar 1997, pp. 53-70 - Los usos fiscales de la moneda y la soberanía monetaria – Conclusiones, Pág. 13.
- 21 Asli Demirgüç Kunt & Enrica Detragiache: “Financial Liberalization and Financial Fragility” March 1998.
- 22 Joseph Stiglitz: Building Robust Financial Systems – Keynote Lecture at “What Have We Learned?” – Bogotá, Colombia, October 1, 1997.
- 23 Frederic S. Mishkin: Financial Policies and the Prevention of Financial Crisis in Emerging Market Countries, National Bureau of Economic Research, January 2001, Chapter 5, Pág. 13
- 24 María S. Martínez Peria & Sergio L. Schmukler: “Do depositors punish banks for bad behavior?: Market discipline, deposit insurance and banking crises”, October 1999, Pág. 1. World Bank.
- 25 SEC: Securities and Exchange Commission – Comisión de intercambio de valores de USA
- 26 Michael Schroeder: La SEC multiplica esfuerzos para supervisar a las grandes empresas, The Wall Street Journal Americas, Lunes 11 de Febrero de 2002, La Nación, Sección 2 Pág. 5.
- 27 Robert K. Herdman: Chief Accountant, U.S. SEC - Speech by SEC Staff – Critical Accounting and Critical Disclosures – Financial Executives International – San Diego, California – January 24, 2002.